

Latinwatch

Servicio de Estudios Económicos

Tercer trimestre 2005



América Latina: ¿sólo un impulso cíclico?

Brasil: menos crecimiento

Las paradojas del mercado petrolero

Bajo la lupa: El crédito bancario en América Latina

Indice

Fecha de cierre: 5 de julio de 2005

Editorial	2
I. Entorno Internacional	3
Perspectivas para la región	3
II. Entorno Macroeconómico	7
Brasil: menos crecimiento	7
Las paradojas del mercado petrolero	8
Materias Primas	9
III. Bajo la lupa: El crédito bancario en América Latina	10
– Reflexiones sobre la reciente expansión crediticia en América Latina	10
– El mercado hipotecario en América Latina	13
– México: reactivación y expansión del crédito bancario	16
IV. Estadísticas y proyecciones	19
V. Indice de actividades	

Han elaborado esta publicación:

Javier Santiso

javier.santiso@grupobbva.com

Javier Amador

j.amador@bbva.bancomer.com

Miguel Cardoso

miguel.cardoso@grupobbva.com

Giovanni di Placido

giovanni_diplacido@provincial.com

María García Toraño

mariagt@grupobbva.com

Carmen Hernansanz

carmen.hernan@grupobbva.com

Mayte Ledo

teresa.ledo@grupobbva.com

Ya Lan Liu

yalan@grupobbva.com

David Martínez

dmartinez@grupobbva.com

Francisco J. Morales

francisco.morales@bbva.bancomer.com

Alejandro Neut

alejandro.neut@grupobbva.com

Eduardo Pedreira

eduardo.pedreira@grupobbva.com

Diego Pereira

dpereira@grupobbva.com.uy

Tomás Riestra

riestra.giner@grupobbva.com

Juan A. Rodríguez

ja.rodriquez@grupobbva.com

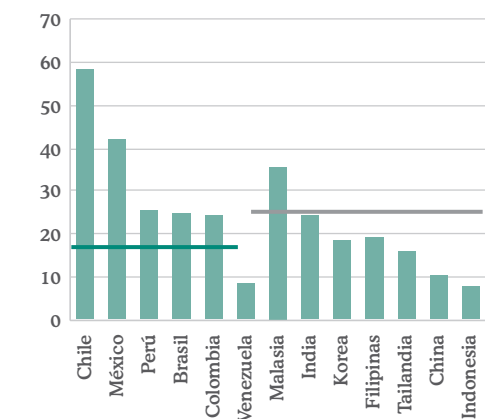
Ignacio San Martín

jsanmartin@grupobbva.com

María Sánchez

maria_sdiaz@grupobbva.com

Ind. Fortaleza Financiera de Moody's 2004

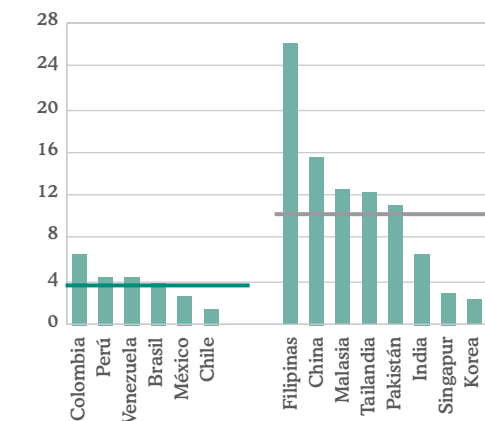


■ LATAM = 19,8

■ Asia ex. Japón = 28,4

Fuente: Moody's

Tasa Mora en 2004



■ LATAM* = 3,6

■ Asia ex. Japón = 10,1

Fuente: BBVA en base a FMI

Editorial

¿Cuáles son los motores del crecimiento económico? Factores como la tasa de ahorro o el nivel de ingreso han sido mencionados como posibles explicaciones de un mayor desarrollo económico. Sin embargo, un tópico que ha cobrado creciente relevancia en el mundo es el del papel del sistema bancario como generador de riqueza.

Existen diversas formas a través de las cuales el desarrollo de intermediarios tiene un impacto positivo sobre el crecimiento económico. Los bancos proporcionan liquidez, incrementan el ahorro y lo canalizan hacia proyectos empresariales. Además, reducen los costos de financiación e incrementan la productividad al escoger los proyectos con los rendimientos más altos. Sin ser esta una descripción exhaustiva de los beneficios de un sistema bancario más desarrollado, sí podemos decir que teóricamente cabría esperar una relación positiva entre el avance de los intermediarios financieros y el crecimiento económico. En este sentido, distintos autores¹ han demostrado que existe tal relación positiva y que la relación de causalidad va desde los bancos hacia la creación de riqueza.

Finalmente, si el progreso del sistema financiero promueve el crecimiento económico, tenemos que preguntarnos ¿qué puede hacer América Latina para desarrollar su sistema bancario?

En primer lugar, los intermediarios financieros necesitan estabilidad macroeconómica. Conforme los agentes perciban que sus expectativas sobre variables nominales como la inflación o el tipo de interés se encuentran ancladas, una gran parte de la incertidumbre que rodea al crédito desaparecerá. Más aún, como se plantea en uno de los artículos más adelante (ver Hernansanz y Sánchez), la recurrencia de crisis bancarias ha sido fundamental para explicar la falta de provisión de recursos por parte de los intermediarios en los últimos 20 años. En ambos sentidos, la región ha dado pasos sustanciales: actualmente existe una estabilidad macroeconómica histórica y el proceso de saneamiento de los sistemas bancarios ha producido intermediarios sólidos en la región cuando se compara con otros países emergentes (ver gráficos adjuntos). Más aún, la confluencia de una mayor estabilidad y buenas perspectivas de largo plazo, ha permitido el establecimiento de un mercado hipotecario pujante en países como Chile y México (ver artículo de Riestra y San Martín).

En segundo lugar, se debe resaltar el papel que juegan en la provisión del crédito, tanto el marco legal en el que se desarrolla la actividad de los bancos, como el grado de cumplimiento de estas leyes. Una amplia literatura económica ha comprobado que aquellos países en donde se otorgan pocos derechos a los inversores son precisamente los que tienen un sistema financiero menos desarrollado. Así, es de vital importancia que tanto bancos como gobierno trabajen juntos en la elaboración de leyes y creación de instituciones. Parte de este proceso ya se ha visto en México, donde la creación de un buró de crédito, la redacción de nuevas leyes y la innovación de los bancos privados en la creación de instrumentos financieros han provocado un "boom" crediticio (ver artículo de Morales).

Asimismo, varios autores han demostrado que para el desarrollo de los bancos es tan importante el cumplimiento de las leyes como el marco regulatorio. Este punto es crucial y comprende el principal reto a futuro para las economías de la región. Mientras los inversionistas en general no tengan garantías sobre cuál será el apoyo de las autoridades para hacer valer los contratos, no habrá certidumbre alguna que justifique el desarrollo de mercados financieros.

¹ Ver Levine, Ross, 1997, *Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda*, Journal of Economic Literature, Jun. 1997.

I. Entorno internacional

Perspectivas para América Latina

América Latina vive un momento atípico en su historia económica: por primera vez en cuarenta años la región crece dos años seguidos de manera sincronizada. De las 7 mayores economías, todas presentaron tasas de crecimiento históricamente altas y positivas durante el año pasado y lo seguirán haciendo en 2005. En este sentido, varios son los factores que pueden explicar este fenómeno (ver Latinwatch, Segundo Trimestre 2005). Entre ellos podemos mencionar factores coyunturales como el buen entorno internacional o la favorable evolución de las materias primas, pero también han sido importantes los cambios estructurales en la región, en particular aquellos que han traído un entorno macroeconómico más estable.

De esta manera, durante la primera parte del presente año, la región ha recogido mucha de la inercia favorable que ya mostraba durante 2004 y ha seguido revelando un gran dinamismo. En particular, América Latina creció un 4,1% en términos anuales durante el primer trimestre de 2005. Este nivel de crecimiento es menor al promedio del año pasado (6%) pero todavía superior al promedio de los últimos 15 años (3%).

En general se puede decir que aunque se comienza a observar una moderación del crecimiento en la mayoría de los países, este se mantiene todavía relativamente alto. Por ejemplo, si excluimos a Brasil y a México, el incremento en el PIB regional durante el primer trimestre de 2005 fue del 6,5% (vs. 8,5% en promedio durante 2004). Sin embargo, en el caso de México, las cifras son especialmente bajas debido a un factor estacional: durante el primer trimestre de 2005 se trabajaron 5 días menos que en el mismo período de 2004. De esta manera, en cifras desestacionalizadas, el crecimiento trimestral en México fue del 3,8% (vs. 4,8% en el cuarto trimestre de 2004). Por último, en Brasil, a pesar de un sector exportador que está registrando aumentos importantes y que representa el factor más dinámico de la economía carioca, tanto la inversión como el consumo doméstico presentaron reducciones sorpresivas durante el primer trimestre del año (ver Recuadro sobre Brasil).

Por otro lado, durante 2005 se prevé que la buena coyuntura externa le siga siendo propicia a América Latina. Por ejemplo, en los primeros cinco meses del año, los precios del petróleo, café y cobre (65% de las exportaciones de materias primas de la región), se mantuvieron en niveles históricamente elevados en términos nominales. Más aún, se espera que aunque durante la segunda mitad del año los precios de estos bienes se reduzcan moderadamente, los niveles sigan siendo favorables para las economías de la región (ver Recuadros sobre Petróleo y Materias Primas).

El crecimiento en EE.UU. será cercano al potencial

Dentro de las buenas condiciones externas que apoyarán al crecimiento en América Latina durante el resto de 2005 se encuentra la expectativa de que la economía de EE.UU. continuará su expansión, aunque a un ritmo más moderado que en el 2004. En este sentido, el dinamismo del consumo privado y el fuerte impulso de la inversión seguirán siendo los principales soportes del crecimiento norteamericano.

Varios factores seguirán apoyando la expansión del gasto de las familias en EE.UU. El primero será la evolución de la productividad, cuyo ritmo de expansión disminuyó en el primer trimestre del año hasta 2,5% (significativamente menor al 5,5% de 2003), pero que sigue siendo relativamente alto. Además, el consumo se verá apoyado por el aumento en el valor de las viviendas y la posibilidad de refinanciación de hipotecas más elevadas a tasas reducidas. Por su parte, el mantenimiento de bajas tasas de interés reales seguirá apoyando la expansión del gasto en bienes duraderos.

Crecimiento PIB América Latina

(% anual)

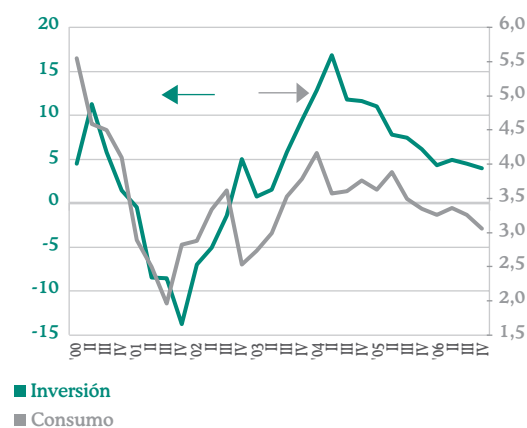
	2004				2005
	I	II	III	IV	I
ARGENTINA	11,3	7,1	8,7	9,1	8,0
BRASIL	4,0	5,1	5,9	4,7	2,9
CHILE	4,6	5,3	7,0	7,3	5,7
COLOMBIA	4,0	4,9	3,0	4,1	4,1
MEXICO	3,9	4,1	4,6	4,9	2,4
PERU	5,1	3,5	5,0	6,8	5,4
VENEZUELA	34,0	14,0	14,1	11,2	8,7
LATAM *	6,9	5,6	6,2	5,9	4,1

* Media ponderada de los 7 países

Fuente: Cuentas Nacionales de los Países

EE.UU.: Gasto personal en consumo e inversión bruta privada

(var % real anual)



Fuente: Bureau of Economic Analysis

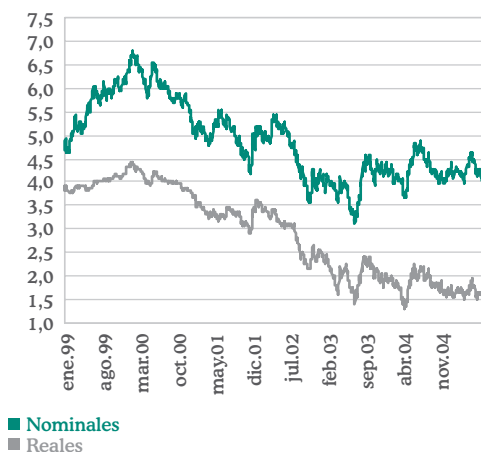
EE.UU.: Costos y utilidades por unidad de valor agregado de las corporaciones no financieras

(valor/valor promedio 1T90-1T05)



Fuente: Bureau of Economic Analysis

EE.UU.: Tipos reales (TIPS) y nominales a 10 años



Fuente: Bloomberg

Por su parte, la inversión, que se ha acelerado notablemente en el último año tras la fuerte caída que experimentó después de la recesión de 2001, continuará impulsando el crecimiento económico. La sólida situación financiera de las empresas, el bajo costo del capital, el crecimiento de la demanda – con la moderada expansión del consumo privado- y, principalmente, el destacable desempeño de las utilidades empresariales (ver gráfico adjunto), seguirán permitiendo elevadas tasas de crecimiento de la inversión, aunque a un ritmo más moderado al registrado durante 2004.

Tipos de interés de largo plazo: la incógnita continúa

El contexto de bajos tipos de interés a nivel internacional ha sido fundamental para explicar el mayor flujo de capital a economías emergentes y en especial a Latinoamérica. En este sentido, desde que el año pasado el Fed iniciara un gradual incremento de sus tipos de referencia, se temía que la reducción en el diferencial de rentabilidades con respecto a países emergentes provocara un descenso de los flujos de inversión hacia la región. Sin embargo, el impacto sobre las primas de riesgo de los países latinoamericanos ha sido limitado. Más aún, tras el repunte observado en marzo, los tipos de interés de largo plazo en EE.UU. han vuelto a descender hasta situarse en niveles del 4% (por debajo de los observados cuando el Fed comenzó a aumentar sus tipos en junio de 2004), lo cual ha incrementado el apetito de los inversionistas por instrumentos de países emergentes. Esta reducción de los tipos tiene varias posibles explicaciones.

En primer lugar, debe destacarse el cambio en las expectativas acerca de la política monetaria tanto en EE.UU. como en Europa. Por un lado, las expectativas de incrementos en los tipos de interés del Fed (descontadas en el mercado de futuros), se han moderado significativamente. En este sentido, los principales factores detrás de dichas expectativas son, primero, la estabilidad de la inflación subyacente, y segundo, la incertidumbre sobre la evolución de la actividad económica americana. Por otro lado, la zona euro presenta tasas de inflación bajo control, datos de confianza y actividad decepcionantes que retrasan las expectativas de subidas de tipos hasta el segundo semestre de 2006. Así, lo más factible es que en Europa siga habiendo presiones para bajar tipos. Dichas presiones se pueden acentuar en un contexto de incertidumbre institucional y de mayor probabilidad de una paralización de las reformas estructurales que necesita el continente, situación que se ha generado tras el rechazo a la Constitución Europea en los referéndum francés y holandes.

En segundo lugar, los movimientos de flujos de capital también han contribuido a mantener bajos los niveles de rentabilidad en la parte larga de la curva de deuda. La posibilidad de que los bancos centrales asiáticos (especialmente Japón) aumentaran su actividad al comenzar el segundo trimestre del año, y el hecho de que por razones regulatorias algunos agentes (compañías de seguros), se hayan visto obligados a demandar activos de deuda pública de larga duración, han contribuido a mantener bajas las rentabilidades.

Por último, es posible que la mayor globalización esté favoreciendo también una reducción de las tasas de interés reales. El ahorro mundial está aumentando como resultado de la aportación de los países asiáticos que logran más que compensar el descenso en el ahorro de los países desarrollados.

En consecuencia, estos factores harán que los tipos de interés a largo plazo aumenten en los próximos meses de forma limitada, situación que favorecerá a los países latinoamericanos. Particularmente, en EE.UU. se situarán en el 4,5% al finalizar 2005 y en el 5,2% al finalizar 2006. Por su parte, en la UEM, las tasas a 10 años previsiblemente no superarán el 3,5% en 2005 y avanzarán hacia el 4% el próximo año. Este escenario asume una mejoría de los datos de actividad en Europa que permita al BCE aumentar sus tasas de interés en medio punto porcentual en el segundo semestre de 2006. Supone también una re-

ducción de la incertidumbre institucional y una recuperación de la confianza de los agentes económicos.

¿Sólo un impulso cíclico?

La evolución del mercado de divisas ha estado caracterizada en el último año por una apreciación generalizada de las monedas latinoamericanas, principalmente frente al dólar (ver gráfico adjunto). El peso colombiano y el real brasileño se encuentran entre las divisas con un recorrido alcista más acusado. La excepción, sin embargo, es Venezuela, como consecuencia de la devaluación de marzo pasado. La apreciación de las monedas de la región frente al dólar no es un fenómeno aislado en el mercado de divisas, pero se observa un movimiento más intenso en comparación con otros emergentes. En este sentido, llaman la atención las diferencias con lo acontecido en el sudeste asiático, donde las intervenciones de los bancos centrales han sido frecuentes para evitar la revalorización de las monedas.

El ciclo favorable en América Latina encuentra soporte en una serie de factores con un grado de interrelación significativo. El crecimiento económico mundial, impulsado fundamentalmente por Estados Unidos y China, ha supuesto un *shock* positivo para la región que le ha beneficiado doblemente. Por un lado, se ha incrementado el volumen de exportaciones, y, por otro, esta presión de demanda ha impulsado al alza el precio de las materias primas. De forma paralela, el elevado grado de liquidez y el reducido nivel de aversión al riesgo a escala internacional, han impactado positivamente en las condiciones de financiación de la región.

Sin embargo, el buen cuadro macroeconómico que presenta hoy América Latina, no puede ser explicado solamente por factores exógenos y coyunturales. Buena prueba de ello es la situación de la balanza por cuenta corriente, que después de ser históricamente negativa (déficit promedio de 2% del PIB durante los últimos 25 años), muestra actualmente una situación superavitaria (ver gráfico adjunto). A pesar de que este escenario podría estar asociado a bajos niveles de productividad en América Latina y por lo tanto, a la falta de inversión en la región, también se han producido importantes mejoras estructurales en años recientes, que apuntan hacia una interpretación más benévola del superávit. Prueba de ello es el mayor grado de apertura comercial, que ha dado como resultado un sector exportador más competitivo y en el cual las manufacturas representan ahora el 60% de las ventas al exterior (vs. 50% hace una década).

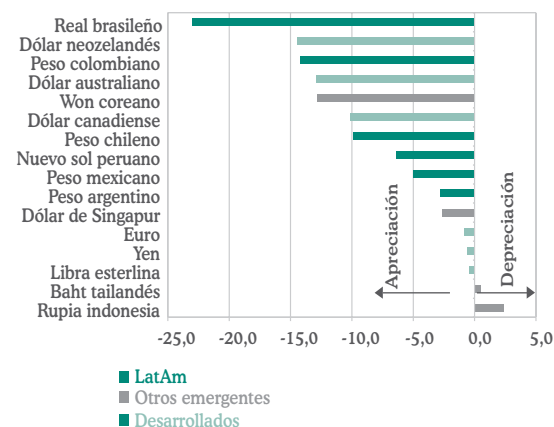
Asimismo, una política presupuestaria más responsable ha conducido a la sustancial reducción del déficit público. En apenas un lustro ha girado de cifras en torno al 3% del PIB a situarse cerca de dos puntos por debajo. Consecuencia de la consolidación presupuestaria, el nivel de deuda externa contraído por los países de América Latina ha descendido notablemente.

La mayor ortodoxia fiscal ha encontrado un saludable acompañamiento en la implementación de políticas monetarias responsables. El resultado de ambas ha sido una drástica reducción de la inflación, que desde finales de los noventa es habitual que marque cifras de un solo dígito en términos agregados, lejos de la hiperinflación de décadas previas (ver tabla adjunta). La contención en el crecimiento de los precios reduce la incertidumbre de los agentes económicos y favorece el desarrollo de instrumentos financieros a largo plazo en moneda local. Esta mayor estabilidad se ha trasladado al sistema bancario, que ha visto reducida de forma significativa la morosidad en sus préstamos, por debajo de los registros en Asia (ver artículo más adelante).

Los mercados están capitalizando el buen comportamiento de América Latina. Recientemente, y de forma contraria a otros episodios históricos, la región ha mostrado una meritoria fortaleza ante la subida de tipos de interés en Estados Unidos. El repunte de rentabilidades en la curva americana no ha estado acompañado, como ocurrió en la crisis de 1994-1995, con un movimiento al alza de la prima de riesgo en la

Variación del tipo de cambio frente al dólar en el último año

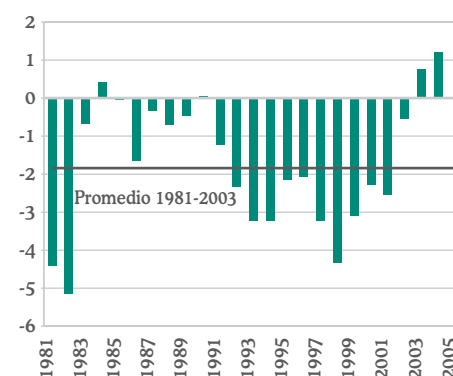
(en %)



Fuente: BBVA a partir de datos de Bloomberg

Balanza por cuenta corriente en América Latina

(en % del PIB)



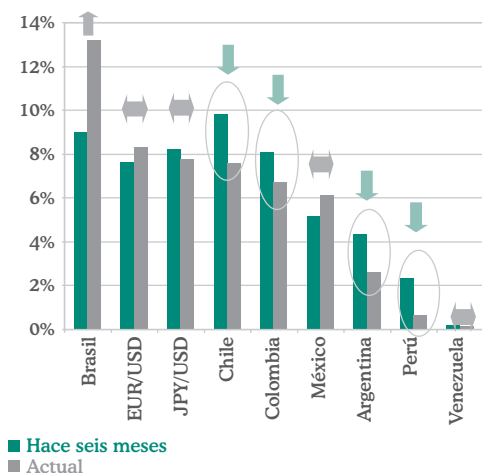
Fuente: BBVA

	Objetivo de inflación para 2005 (%)	Inflación actual (%)	Tipo de interés real a corto plazo (%)
Perú	2,5 +/- 1,0	1,8	1,8
Chile	3,0 +/- 1,0	2,7	0,4
México	3,0 +/- 1,0	4,3	5,0
Colombia	5,5 +/- 0,5	5,0	1,3
Brasil	5,1 +/- 2,0	8,1	10,8
Argentina	5-8	8,6	-5,1
Venezuela	—	17,4	-5,2

Fuente: BBVA

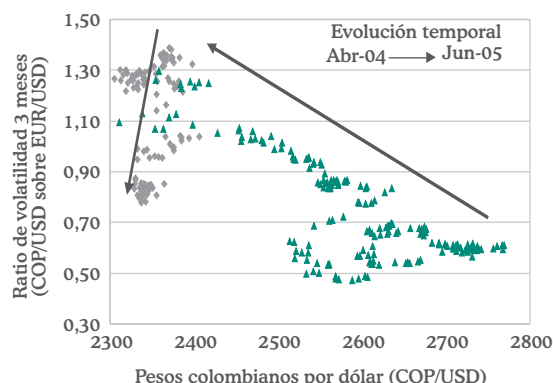
Volatilidad 6 meses del tipo de cambio frente al USD

(anualizada; datos diarios)



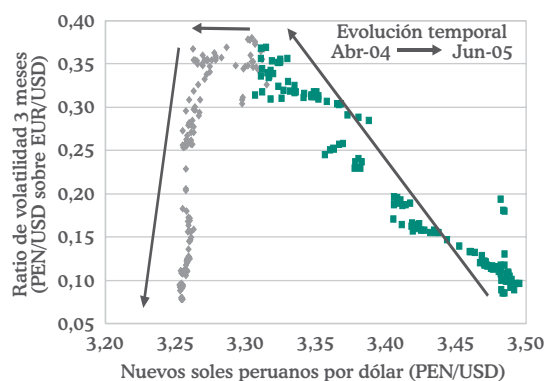
Fuente: BBVA a partir de datos de Bloomberg

Intervenciones en el mercado de divisas: Colombia



Fuente: BBVA a partir de datos de Bloomberg

Intervenciones en el mercado de divisas: Perú



Fuente: BBVA a partir de datos de Bloomberg

región. La ruptura de esta correlación en la parte final de 2004 y períodos de independencia con relación a los títulos *High Yield* estadounidenses durante 2005, muestran un mayor grado de credibilidad entre los inversores internacionales.

Estrategias de tipo de cambio: heterogeneidad y miedo a la apreciación

Los factores de impulso señalados anteriormente han sido de naturaleza común al conjunto de países de América Latina. No obstante, la respuesta de las autoridades al crecimiento económico y a la apreciación de las divisas está siendo divergente. La tendencia generalizada en los fenómenos estructurales no es incompatible con que la posición actual con relación al objetivo final es bien diferente según el grupo de países del que estemos hablando.

La primer diferencia entre países se da en el control de la inflación. La experiencia en este sentido es diversa y va desde países como Chile y Perú, cuya inflación está bajo control y anclada en niveles relativamente bajos, hasta países donde el incremento en precios está por encima de lo originalmente pensado por el gobierno como Brasil, Argentina o Venezuela. El caso de estos dos últimos países es especialmente llamativo ya que aparte de tener la inflación más alta presentan la política monetaria más expansiva (si atendemos al tipo de interés real). Entre estos dos tipos de experiencias se sitúan las de Colombia y México. Ambos se encuentran actualmente con tasas de inflación relativamente bajas pero políticas monetarias opuestas: mientras que en México el sesgo se ha endurecido de forma notable, en Colombia la tendencia es hacia la relajación. Por lo tanto, en general puede hablarse de condiciones de financiación laxas a lo largo de la región (con la excepción de México y Brasil), pero en contextos sumamente diferentes de inflación y crecimiento.

La inclinación de las autoridades económicas y monetarias por el estímulo a la economía o por el control de la inflación se manifiesta también en la política cambiaria aplicada. La acumulación de reservas en el último año ha sido muy intensa en Argentina, Perú y Colombia, con crecimientos superiores al 25%. Esta evolución no sólo ha respondido a los buenos resultados de cuenta corriente que se están registrando en toda la región, sino también es el producto de las intervenciones en los mercados de divisas para frenar la apreciación de las monedas frente al dólar.

Asimismo, la volatilidad del tipo de cambio para estos tres países ha cedido considerablemente en los últimos meses, mientras que el resto de divisas latinoamericanas ha mostrado un comportamiento más acorde con las monedas internacionales de referencia (yen y euro). Conforme el precio de las monedas frente al dólar se ha ido acercando a ciertos umbrales, su variabilidad ha ido decayendo, mostrando probablemente un miedo a la apreciación (ver gráficos adjuntos). El razonamiento de las autoridades es que una revalorización "excesiva" de las divisas podría dilapidar las ganancias derivadas del *shock* externo positivo sobre el crecimiento.

En definitiva, América Latina se está beneficiando de la conjunción de una serie de factores cíclicos y de los progresos de los últimos años en materia estructural. Estos elementos están presionando al alza el crecimiento y el valor de sus divisas, circunstancias a las que los países no están respondiendo de forma uniforme. Esta situación lleva a que el panorama difiera en la región entre aquellos con una clara preferencia por estimular la actividad económica a través de una política monetaria expansiva y tipos de cambio con flotación sucia (Colombia), cuasifijos (Argentina y Perú) o fijos (Venezuela), y aquellos orientados al control de la inflación con una política monetaria restrictiva y tipos de cambio más flexibles (Brasil y México).

Brasil: menos crecimiento

Desaceleración de la actividad

La desaceleración de la economía es evidente (ver gráfico) reflejando las restricciones productivas propias de una economía trabajando en el límite de sus posibilidades. Los cuellos de botella son varios y comprenden todos los sectores. Por el lado de la demanda, el pobre desempeño del PIB en el primer trimestre de 2005 queda reflejado en el consumo que cayó 0,6% intertrimestral y la inversión que se redujo un 3% intertrimestral. Nuevamente fueron las exportaciones las que salvaron la demanda, con un crecimiento de 3,5% intertrimestral. El menor crecimiento relativo de las importaciones (2,3%) llevó a incrementar el superávit de la balanza comercial.

Contribuciones trimestrales al crecimiento del PIB



Fuente: BBVA

Es difícil identificar la relación causa-efecto que esconde la producción actual. ¿Es la demanda interna -asfixiada por altísimos tipos de interés- la que frena la producción? ¿O es la oferta productiva -que ya alcanzó su límite de posibilidades- la que simplemente busca mayores rentabilidades en los elevados precios internacionales? La respuesta es una combinación de ambos efectos, que se potencian para erosionar el crecimiento del PIB. A pesar de la existencia de ambos, pensamos que la fuente principal de los problemas es la segunda de las razones: la proximidad de Brasil a su crecimiento potencial merma las posibilidades de crecimiento. Esta tesis vendría avalada por la evolución de la inflación, que a pesar de los altos tipos de interés y la apreciación del tipo de cambio, se mantiene por encima de lo esperado. En nuestras proyecciones iniciales sabíamos que Brasil iba a enfrentarse a su históricamente pobre desempeño potencial para el año 2005 habría una ralentización de la actividad con respecto al año anterior. Sin embargo, el efecto en el primer trimestre parece ser mayor de lo esperado, debido principalmente a la debilidad de la demanda interna. Bajo estas nuevas consideraciones, revisamos nuestras previsiones de crecimiento del PIB hasta el 3% en 2005, cifra que prevemos se repita en 2006.

Bajadas de tipos en el segundo semestre

La evolución de la moneda y del spread brasileño no está en sintonía con el magro desempeño de la economía real. En los últimos meses hemos asistido a una apreciación del real frente al dólar. Tras ésta no se encuentra sólo el excelente desempeño de la balanza comercial (15600 millones de dólares en los cinco primeros meses del año), sino también el reno-

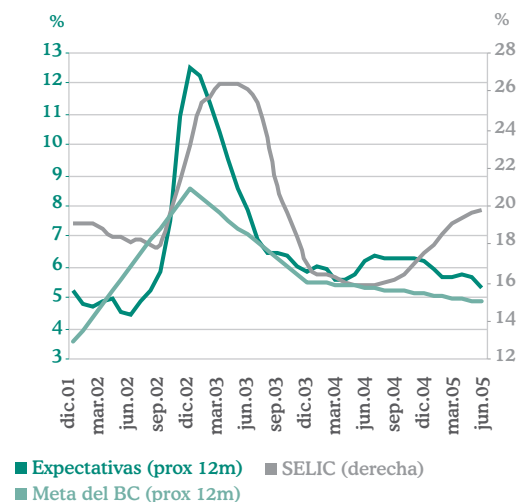
vado interés de inversionistas, atraídos por la combinación de altos tipos de interés con presiones apreciatorias de una balanza comercial cada vez más superavitaria. De esta manera, al saldo comercial hay que añadir las entradas de capitales extranjeros (6500 millones de dólares contabilizados como inversión directa y otros 3500 en cartera). Esta lógica no puede perdurar en el tiempo. De un lado, eventualmente la apreciación llevará a una reducción del superávit de la balanza comercial. De otro, la volatilidad de los flujos de cartera puede suponer una corrección brusca del tipo de cambio ante una reversión del sentimiento de los inversores. Ya en marzo observamos que el mercado de tipo de cambio no es muy líquido y que vuelcos en la demanda pueden fácilmente llevar la moneda por encima de 2,7Rs/\$.

Lo que no parece estar afectando de manera especial al tipo de cambio ni al riesgo-país es el ruido político. Lula se enfrenta actualmente al escenario político más complicado desde su llegada a la presidencia. Pesan varias acusaciones de corrupción sobre miembros de la coalición del Gobierno lo que ha desembocado en movimientos en los ministerios. El más importante fue la destitución del Ministro de la Casa Civil, José Dirceu, hasta ahora el principal interlocutor del ejecutivo ante el Congreso. Pero este ruido político, que anticipa las elecciones presidenciales de 2006, no ha impedido la apreciación del real y la reducción del spread.

La apreciación del real no ha sido sólo en el frente nominal. También se observa una persistente inflación. A pesar de los esfuerzos extremadamente ortodoxos de la política monetaria, ni la inflación actual ni las expectativas han cedido a la velocidad que se esperaba. Sólo recientemente las expectativas de inflación se han reducido hasta el 5,1%. Y la inflación cederá en la segunda mitad de año reflejando el buen desempeño del real y las medidas restrictivas que ha tomado el Banco Central para terminar en el 6%.

En su última reunión el BC decidió mantener el tipo de interés, después de haberlo aumentado en nueve ocasiones consecutivas. Con ello damos por finalizado el ciclo de subidas, que esperamos se revierta en la segunda mitad de año, tras la estabilización de las expectativas de inflación, para así poder impulsar la demanda interna. El BC estaría llevando la tasa SELIC al 18% al finalizar el año, desde el 19,75% actual.

SELIC, expectativas de inflación y meta del BC



Fuente: BBVA en base a datos del BCB

Las paradojas del mercado petrolero

Al analizar el mercado petrolero nos topamos con una importante paradoja; conforme mejora la oferta y se incrementan los inventarios americanos, el precio reacciona al alza. Hasta 2002, existía una clara correlación negativa y robusta entre precios del petróleo y stock de reservas. Desde ese año, si analizamos el impacto de las mejoras de inventarios en los precios del petróleo, tenemos que esta correlación se ha hecho positiva. Vale decir suben los inventarios y suben los precios del petróleo. Algo similar ocurre con la producción de la OPEP: en los momentos que el Cartel decide aumentar las cuotas de producción el mercado reacciona al alza de los precios.

Adicionalmente, un incremento de los precios del petróleo del 10% tradicionalmente explicaban una caída de la demanda de petróleo entre 0,3-0,5% para los países desarrollados, dependiendo de la fase del ciclo en que se encontraban estas economías. En la actualidad se observa que los incrementos de precios de los últimos trimestres no han generado la corrección esperada de la demanda, produciéndose una disminución de la elasticidad precio.

Otra paradoja es la poca reacción de la inflación de las economías desarrolladas ante los incrementos del precio del petróleo. Por un lado, la presencia de importantes "output gaps" en el grueso de las economías desarrolladas y las ganancias de productividad de EEUU, conjuntamente con una caída a la mitad de la intensidad de consumo de petróleo por unidad de PIB con respecto a la década del 70', han explicado un repunte muy inferior de la inflación del que venía descontando el mercado.

En el mercado hoy prevalece la visión de un frágil equilibrio entre la oferta y la demanda, y en particular el temor de que ante la salida de un productor importante no exista capacidad para contrarrestarla. El sustento de esta visión se encuentra en la capacidad adicional de producción de la OPEP y la declinación de la producción propia de los países de la OCDE. En 1985, esta capacidad excedente se ubicaba en 10 millones de barriles diarios equivalentes al 17,2% de la demanda de ese año, mientras que en 2005 se ubica cerca de 2 millones de barriles, sólo un 2,3% de la demanda esperada para este año. En la medida que la acumulación de inventarios responde a una mejora de la oferta, se produce una caída del potencial adicional de producción que hace que vía expectativas se produzca un impacto en los precios no experimentados en el pasado. Esta conjunción de factores, aunada a la acumulación de inventarios de carácter precaucional que ha producido un cambio estructural en el nivel deseado de estas reservas, hacen que se vean más como un incremento de "reservas estratégicas" que de uso de corto plazo. El mercado en la actualidad está descontando un escenario donde, en los tres próximos trimestres, la demanda supera a la oferta en torno al 1%. Sin embargo el mercado parece creer que este es sólo el inicio de una prolongada fase de creciente escasez.

Por el lado de la oferta, si bien los escenarios de una interrupción importante de suministros, tienen una probabilidad de ocurrencia inferior al 2%, los recientes cambios políticos ocurridos en Irán han generado una sobre-reacción en un mercado mas sensible hoy que en el pasado a estos eventos. Al mismo tiempo, los temores sobre la capacidad de refino, hacen que, a pesar de encontrarse EE.UU. en el nivel máximo de inventarios de gasolina de los últimos cinco años, el incremento de la demanda precaucional de estos hace que se perciba una situación distinta a la que mues-

tran los inventarios en su conjunto. Pareciera que el mercado no encuentra respuestas a dos interrogantes. En el corto plazo, ¿puede la oferta acompañar a una demanda menos impactada por los precios del petróleo que en el pasado y que además tiene como protagonista a los países emergentes?, y en el mediano y largo plazo, dadas las características de los países de la OPEP, donde se encuentran el 80% de las reservas de petróleo, ¿se realizarán las inversiones necesarias para transformar estas reservas en oferta y alejar los fantasmas de la escasez? Las respuestas que des cuenta el mercado son poco halagadoras, hecho que se ha manifestado en la incorporación de una prima estructural de riesgo en el segundo trimestre del año y que desplaza la curva de precios.

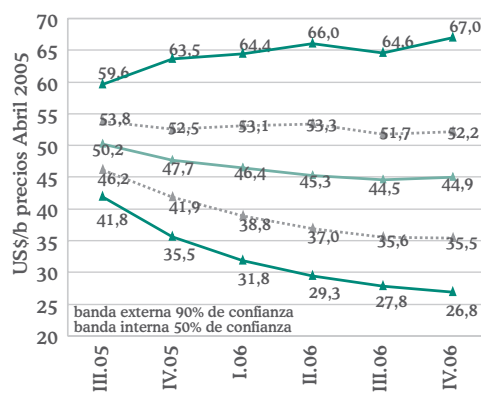
Revisión del escenario de precios

Ante este paradójico comportamiento del mercado petrolero, se ha hecho necesario llevar adelante una revisión de nuestro escenario de precios del petróleo. El elemento central de esta revisión consiste en la incorporación de la alta persistencia del efecto sobre los precios de las noticias y temores del mercado acerca del balance futuro entre demanda y oferta de crudos y destilados petroleros. En concreto, ello se traduce en una elevación de los niveles de precios promedio de los crudos marcadores para los próximos trimestres, así como un potencial incremento de la frecuencia de los ajustes futuros al escenario.

Al analizar el escenario central, tenemos que el valor esperado promedio del Brent para 2005 se ubica en 49,7 dólares el barril, mientras que para 2006 sería de 45,3 dólares el barril. Por su parte, los límites máximo y mínimo que acotan la incertidumbre futura de los precios, apuntan a disipar temores exagerados en torno a la posible escalada del precio trimestral promedio del Brent por encima de la barrera de los 70 dólares e incluso de los 100 dólares, eventos que como mostramos en el gráfico adjunto poseen una probabilidad de ocurrencia inferior al 5% incluso dentro de un horizonte de un año.

Más allá del ajuste al alza de nuestra previsión central, se mantiene el perfil descendente del escenario previo, lo que refleja la transitoriedad que se espera tendrán los shocks de expectativas que han originado el reciente rally alcista de los precios del petróleo.

Estimación del Precio del Brent 2005-2006



Estimaciones: Servicios de Estudios Económicos BBVA Banco Provincial

Giovanni di Placido
giovanni_diplacido@provincial.com

Materias Primas

Los precios siguen a la alza

Las materias primas siguen dando buenas noticias a Latinoamérica. En particular, los precios del petróleo, cobre y café (65% de las exportaciones de materias primas en la región) se situaron en niveles históricos durante los últimos meses. En el caso del petróleo, el precio promedio del barril de Brent observado durante el pasado mes de marzo (\$53) representa el más elevado que se haya registrado recientemente en términos nominales (ver Recuadro sobre Petróleo).

En el caso del cobre, el precio del metal rojo en la Bolsa de Metales de Londres ha alcanzado un valor de 167 c/lb (17 de junio de 2005) a un centavo del máximo histórico nominal de 1988. Como en el caso de otros tipos de insumos, la actual coyuntura se explica por la escasez de inventarios y los buenos datos sobre la actividad industrial en China y los EE.UU (40% de la demanda total de cobre).

Del mismo modo, el precio del café se mantiene en niveles relativamente altos con respecto a lo observado durante los últimos cinco años. En particular, el costo del aromático es actualmente más de un 100% superior al precio promedio observado durante 2002.

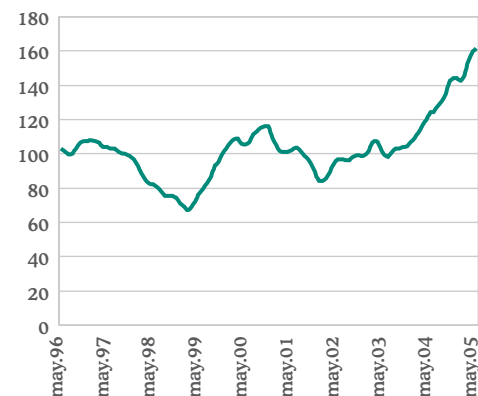
En los tres casos, esperamos que los precios de las materias primas se moderen, aunque nuevamente las previsiones para final de año se sitúan en niveles superiores a los observados durante los últimos cinco años.

El Índice BBVA-MAP¹ se mantiene al alza

Con respecto al índice BBVA-MAP, el incremento en el precio del petróleo sigue siendo fundamental para explicar su trayectoria durante los últimos meses. En particular, de diciembre a mayo de este año, el costo del barril de crudo se incrementó un 24%, mientras que nuestro índice lo hizo en un 13%. Además del petróleo, los bienes agrícolas también han tenido un buen comportamiento durante los últimos meses. La tasa de crecimiento anual de nuestro índice agrícola se ha mantenido durante el último semestre en niveles cercanos al 20%, principalmente como resultado de incrementos en el precio del café y el azúcar.

BBVA MAP

(Promedio móvil 3 meses - 1995=100)

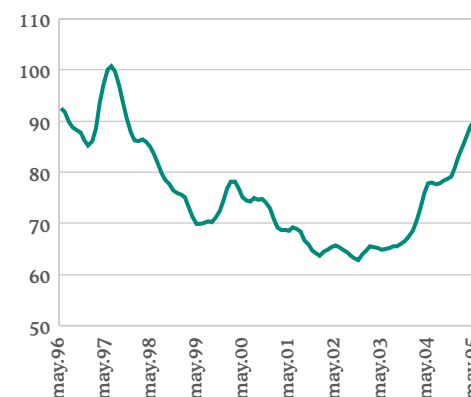


Fuente: BBVA

Más aún, cuando se observa el comportamiento por países, claramente se puede notar la diferencia entre aquellos que son productores de petróleo (Argentina, Colombia, México y Venezuela) y aquellos que no (Brasil, Chile y Perú). En este

BBVA MAP sin Petróleo

(Promedio móvil 3 meses - 1995=100)



Fuente: BBVA

sentido, hay que resaltar que el efecto negativo del precio del petróleo se ha visto paliado en economías como la chilena o la peruana por el incremento en los precios del cobre y por lo tanto, el impacto en sus términos de intercambio ha seguido siendo positivo (ver tasa interanual).

Ajuste moderado a la baja en la segunda mitad de 2005

Como hemos venido anunciando en anteriores publicaciones (ver Latinwatch, Segundo Trimestre de 2005), esperamos que hacia finales de año haya un ajuste moderado en el precio de las materias primas. Sin embargo, nuevamente hay que subrayar que nuestras previsiones para final de año, implican precios por encima de los observados durante 2003. De esta manera, prevemos que el contexto favorable que ha acompañado al crecimiento de América Latina se mantenga.

Índice BBVA-MAP de Materias Primas

(cambios porcentuales a Mayo de 2005)

	Desde Enero de 2003	Últimos 12 meses	2005*
BBVA-MAP	54,12%	23,65%	13,39%
SIN PETRÓLEO	37,02%	17,24%	4,42%
COMPONENTES			
Metales	64,14%	15,89%	-0,75%
Agrícolas	29,13%	19,12%	8,21%
Energía	65,45%	28,77%	22,31%
PAÍSES			
Argentina	15,24%	-4,60%	7,75%
Brasil	4,52%	1,75%	-0,24%
Chile	46,54%	9,38%	-0,69%
Colombia	49,04%	31,44%	13,90%
México	38,80%	24,49%	13,65%
Perú	30,79%	12,09%	-1,01%
Venezuela	64,02%	27,90%	19,68%

Precios de Materias Primas

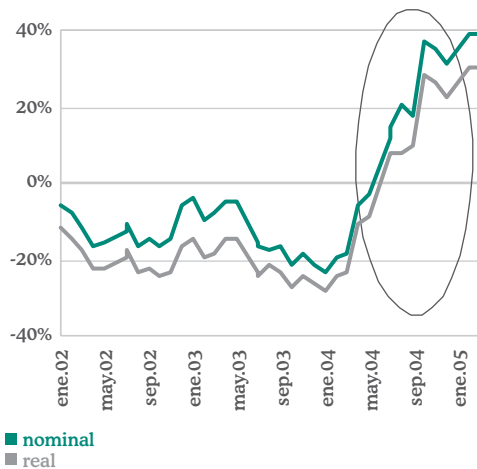
	Promedio del año			Final de año
	2003	2004	2005*	2005p
Café (US\$ / lb)	65,0	85,1	125,9	115,0
Cobre (US\$ / ton)	81,0	126,0	147,5	110,0
Oro (US\$ / onza)	363,9	409,6	426,9	440,2
Petróleo (US\$ / barril)	29,6	38,6	49,0	47,7
Soja (US\$ / ton.)	238,0	267,0	235,4	245,0

*/ hasta mayo
p/ previsión

¹ El índice BBVA-MAP es un promedio ponderado de los precios de las principales exportaciones de materias primas y bienes agrícolas de América Latina.

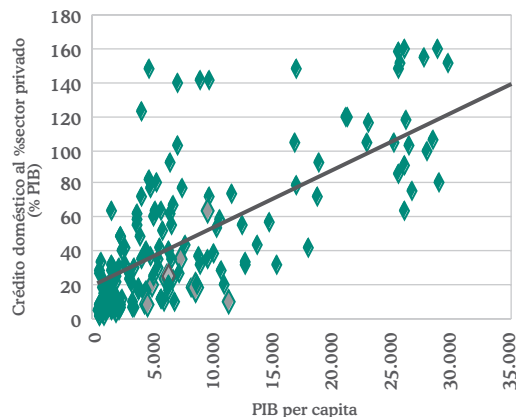
Servicio de Estudios BBVA, Madrid
 Carmen Hernansanz, Economista Jefe Análisis Sectorial
 carmen.hernan@grupobbva.com
 María Sánchez Díaz, Economista
 maria_sdiaz@grupobbva.com

Gráfico 1. Crédito real en América Latina
 (tasa interanual)



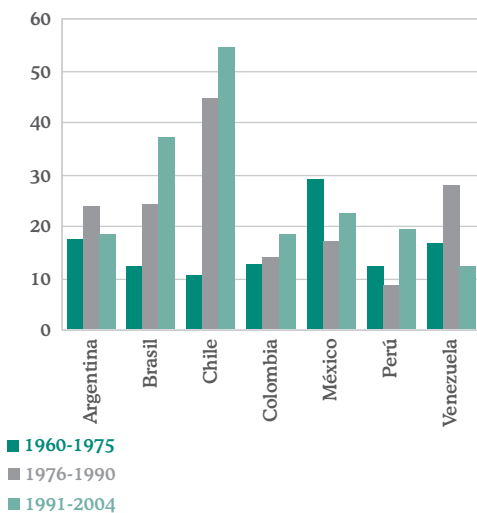
Fuente: BBVA con datos de Bancos Centrales y Superintendencias

Gráfico 2. Crédito doméstico al sector privado y PIB per cápita



Fuente: BBVA con datos del Banco Mundial

Gráfico 3. Evolución del ratio crédito sobre PIB



Fuente: BBVA en base a datos del FMI

III. Bajo la lupa: el crédito bancario en América Latina

Reflexiones sobre la reciente expansión crediticia en América Latina

El potencial de crecimiento del crédito no se ha agotado

Después de un largo periodo de desaceleración y estancamiento del crédito bancario en América Latina, desde comienzos de 2004 se produjo una fuerte aceleración que se ha intensificado en 2005. El crédito aumentó en marzo de 2005 el 39% en términos nominales y el 30% corregido de inflación frente al 31% nominal, 22% real alcanzados al cierre de 2004.

Este fuerte aumento se ha observado de manera generalizada en todos los países, especialmente en Venezuela, que alcanza un ritmo de expansión del 80%. Argentina, Brasil, Chile, Colombia y México también presentan ritmos de crecimiento espectaculares, la mayoría por encima del 20%. Por el contrario, Perú es el único país en el que el crédito no llega a despegar.

En estas circunstancias cabe plantearse cómo de sostenible es la situación actual y si existe margen de crecimiento del crédito al sector privado en la región. En primer lugar, si se analiza el crédito bancario desde una perspectiva histórica se observa que los niveles alcanzados se sitúan aún por debajo de los de los años sesenta. Chile y Brasil son los únicos países en los que el crédito bancario en términos reales ha consolidado niveles más elevados que los de los años sesenta, mientras que Argentina y Perú aún se sitúan claramente por debajo. El nivel promedio del crédito otorgado al sector privado en la región era un 29% del PIB en la década de los noventa y en la actualidad no llega a alcanzar el 25% del PIB.

En segundo lugar, el desarrollo del crédito en América Latina sigue siendo inferior al de otros emergentes. En todos los países de la región, salvo en Chile, el tamaño del mercado de crédito bancario es más pequeño de lo que correspondería dado su nivel de PIB per cápita. En base a esta medida, Argentina y Venezuela son los dos sistemas más subdesarrollados en tema de crédito. Si estos países tuvieran el desarrollo del crédito que les correspondería dado su nivel de renta per cápita, éste sería 5 y 4 veces respectivamente superior al observado. Para el resto de países, el desarrollo del crédito podría ser el doble.

Por tanto, aunque en el último año y medio se haya producido una expansión del crédito sin precedentes, el crédito bancario presenta aún elevado grado de infradesarrollo.

Las crisis bancarias han impedido la consolidación del crédito...

Uno de los motivos por los que la profundización del mercado crediticio ha sido tan escasa ha sido el elevado número y recurrencia de las crisis bancarias. Entre 1974 y 2003 América Latina ha sido la región del mundo en la que más crisis bancarias recurrentes han tenido lugar. De acuerdo con cálculos del BID, el 35% de los países ha sufrido este tipo de perturbación financiera en el periodo considerado, lo que más que duplica la proporción de crisis en el resto de áreas emergentes.

Las crisis bancarias, no sólo detienen el desarrollo del crédito bancario, sino que la debilidad patrimonial de las entidades lleva a episodios de fuerte restricción crediticia que se traducen en retrocesos importantes en los ratios de bancarización. Sobre la base de un reciente trabajo de Barajas et al (2005) se puede concluir que durante los periodos de desaceleración de la financiación bancaria acaecidos en las principales economías de la región en los últimos 10 años, el ratio crédito sobre PIB ha descendido un promedio de 10 p.p.

Las restricciones por el lado de la oferta, unidas al bajo tono de la demanda en un contexto de recesión económica, propician que, tras

una crisis bancaria, el crédito mantenga una acusada debilidad. Ello explica que retornar a los niveles de crédito previos a la crisis lleve un dilatado período de tiempo y requiera una consolidación de políticas macroeconómicas ortodoxas y un despegue del crecimiento económico.

La experiencia de la salida de la crisis chilena de comienzos de los ochenta así lo pone de manifiesto. Como se puede observar en el gráfico 5, este país tardó entre 10 y 12 años en alcanzar el saldo de crédito en términos reales que mostraba al comienzo de la crisis. Cuando se realiza el mismo ejercicio para las salidas de las más recientes crisis mexicana (1994) y colombiana (1998) se aprecia un patrón relativamente similar. De hecho, México estaría en estos momentos, entrando en la fase de despegue del crédito, mientras que Colombia apenas alcanza los niveles anteriores a la fuerte crisis hipotecaria que sufrió a finales de los noventa.

... pero las economías de la región son menos vulnerables

No obstante, existen elementos para concluir que durante la última década se han producido cambios estructurales que han reducido las vulnerabilidades del sector bancario. En primer lugar, se ha logrado una mayor estabilidad macroeconómica. Uno de los elementos en los que ello se manifiesta es en la notable caída de la inflación de los últimos diez años. La estabilidad nominal es un factor muy saludable ya que permite anclar las expectativas de los agentes económicos permitiéndoles planificar con más certeza sus decisiones. Los menores niveles de inflación han venido acompañados de menores tipos de interés, lo que ha tenido un impacto positivo sobre la demanda de crédito. Pero además, esta menor volatilidad financiera ha propiciado que se comiencen a comercializar en algunos países créditos a tipos fijos lo que constituye un hito para economías en las que endeudarse a plazos largos, o no era posible, o sólo tenía lugar pagando una elevada prima de riesgo.

En segundo lugar, también se han producido avances hacia la reducción de vulnerabilidades financieras como la dolarización. Tras la salida de la convertibilidad de Argentina, la dolarización de los depósitos en las cinco mayores economías de la región se situaba en un moderado 9% a finales de 2004 frente al 21% observado tres años antes¹.

Los bancos están en mejor situación para prestar

Tras las crisis bancarias mencionadas, los sistemas financieros de la región llevaron a cabo importantes procesos de saneamiento de los créditos fallidos que han propiciado continuados descensos en los ratios de morosidad. Si se excluye a Argentina, que aún sufre los efectos de su reciente crisis, el ratio de morosidad promedio de las seis principales economías de la región se situaba a finales de 2004 en el 3,6%. Esta evolución compara favorablemente con la observada en otras regiones emergentes como Asia en la que, salvo excepciones como Corea, los ratios de mora superan, en algunos casos por mucho, el 10%.

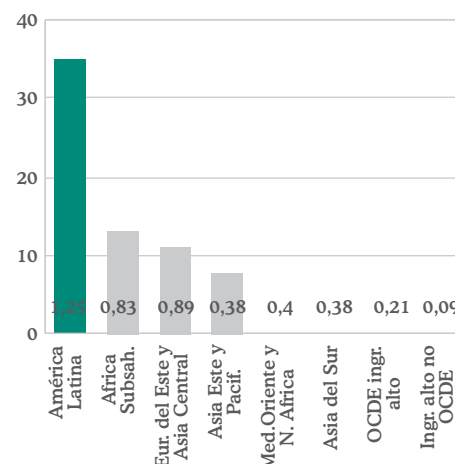
El mejor manejo del riesgo bancario ha venido en muchos casos inducido por la implementación de mejores marcos regulatorios. Más de la mitad de los países latinoamericanos que habían adoptado el Acuerdo de Basilea en 2002 lo hicieron en la segunda mitad de los noventa. De igual modo, mejoras en las regulaciones que protegen los derechos de los acreedores, medidas orientadas a paliar las consecuencias negativas de un sistema financiero dolarizado o la creación de burós de crédito, son ejemplos de actuaciones que han permitido avanzar en la gestión del riesgo crediticio en varios países.

En este contexto han de situarse los procesos de liberalización financiera que han traído consigo el establecimiento de la banca extranjera. Ésta exporta tecnología y capacidad de gestión bancaria a los países en los que opera. Existen numerosos trabajos que reflejan que la banca extranjera ha aumentado la presión competitiva en los sistemas bancarios de América Latina.

¹ Ecuador dolarizó en 2000, pero su peso en la región es muy pequeño (1,2%).

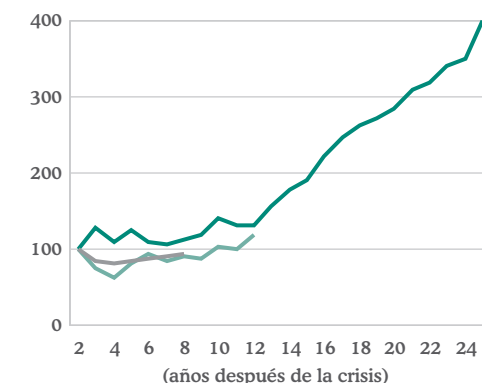
Gráfico 4. Países con crisis recurrentes 1974-2003

(en %)



Fuente: BID

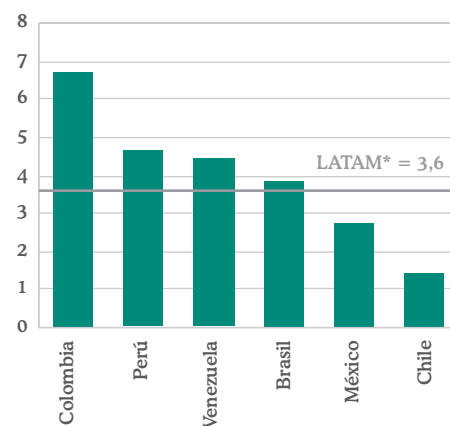
Gráfico 5. Índice del Crédito en épocas de crisis en términos reales



■ Chile 1981=100
■ Colombia 1998=100
■ México 1994=100

Fuente: BBVA basado en datos del FMI

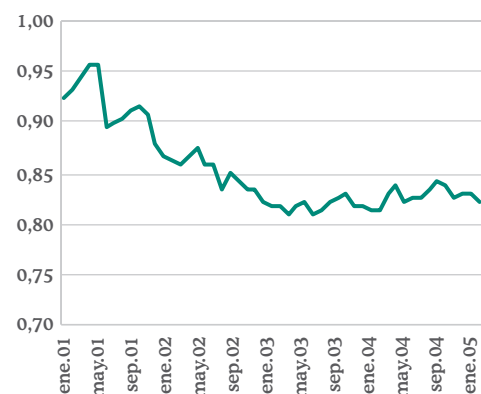
Gráfico 6. Tasa de Mora en 2004



* Ex Argentina.

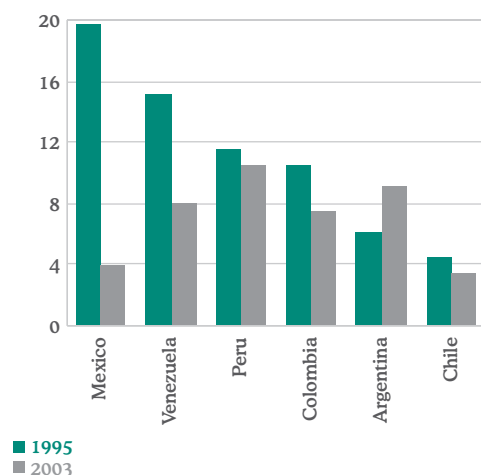
Fuente: BBVA basado en el FMI. (Global Financial stability report. Abril 2004)

Gráfico 7. Evolución del ratio Crédito-Depósitos en América Latina



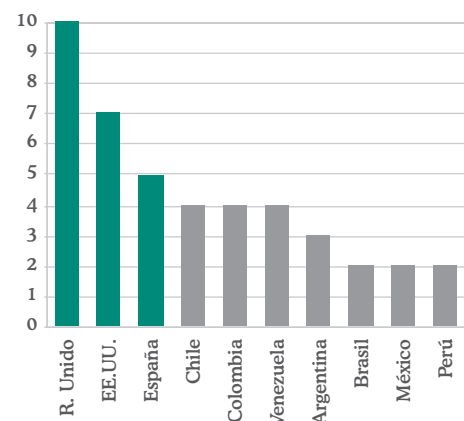
Fuente: BBVA en base a datos de Bancos Centrales y Superintendencias

Gráfico 8. Spreads bancarios en América Latina



Fuente: Banco Mundial

Gráfico 9. Legal rights Index (0-10), Getting Credit*



* 10 indica que las leyes colaterales y de quiebra están mejor diseñadas para el acceso al crédito.

Fuente: Doing Business, Banco Mundial 2004

Esta mayor competencia se ha traducido en una reducción de los tradicionalmente elevados spreads bancarios en la región, lo que ha mejorado el acceso a la financiación a familias y empresas. Finalmente, la menor dependencia de la banca extranjera de las condiciones locales tiene un impacto positivo sobre la oferta de crédito en presencia de shocks negativos, lo que contribuye a paliar las restricciones de crédito que tan perjudiciales han resultado en el pasado.

Por último, el aumento que se está produciendo en la base de depósitos sitúa a los sistemas bancarios de la región en una posición favorable para prestar. De hecho, el ratio crédito al sector privado sobre depósitos en los principales países se ha venido reduciendo en el último lustro, siendo en la actualidad cercano a 0,8. En países como Argentina, México o Venezuela dicho ratio no alcanza el 0,5. Esta holgura en los fondos prestables posibilita un crecimiento del crédito relativamente elevado sin generar grandes tensiones en los balances financieros.

Pero aún quedan retos importantes

No obstante, para afianzar el crédito bancario se requieren algunos desarrollos adicionales. En primer lugar, los avances observados en materia de consolidación fiscal han de seguir progresando. Los bancos han sido tradicionalmente uno de los principales financiadores de los déficit públicos en los países latinoamericanos provocando un efecto «expulsión» del crédito privado. La reducción de los desequilibrios presupuestarios observada en los últimos años y la caída de las rentabilidades de la deuda pública incentivan la búsqueda de inversiones alternativas y, por tanto, alientan la oferta de crédito.

En segundo lugar, para conseguir unos sistemas bancarios más eficientes se requiere una delimitación más precisa del papel de la banca pública. La existencia de solapamientos entre las actividades de ambos tipos de instituciones profundiza la brecha social entre la población bancarizada y no bancarizada. Además, la evidencia disponible parece apuntar a que los márgenes de la banca pública resultan superiores a los de la banca privada (BID 2004).

En tercer lugar, en algunos países se aprecia una vuelta a un mayor intervencionismo en el sector financiero que resulta muy perjudicial para su desarrollo. En este ámbito cabría incluir los diferentes tipos de impuestos a las transacciones financieras vigentes en varios países. Se ha documentado que este tipo de tributos presenta un impacto negativo sobre la base de depósitos, actuando en detrimento de la potencial concesión de crédito.

Este intervencionismo también se manifiesta en el establecimiento de coeficientes de inversión crediticia que obligan a los bancos a orientar la financiación bancaria hacia determinados sectores. La experiencia ha demostrado que ello genera notables ineficiencias en los sistemas económicos, sobre todo cuando se limitan los tipos de interés a los que se conceden estos créditos. En el caso concreto de Brasil, se observa que el tipo de interés del crédito libre resulta más elevado que el del direccionado, lo que apunta a que los deudores en el segmento libre subvencionan a los que se pueden acoger a las modalidades intervenidas. En el caso de Venezuela, la reciente introducción de techos a los todos los tipos de interés de crédito, evita esta posibilidad. No obstante, el requerimiento de cumplir un determinado coeficiente crediticio, en ausencia de libertad de establecimiento de tipos de interés, es un potencial riesgo para la calidad de la cartera, ya que dificulta el establecimiento de una prima de riesgo adecuada en coyunturas donde se ha de abastecer obligatoriamente a una demanda menos solvente.

Referencias

Barajas, A., R. Chami, Thomas Cosiano (2005) Did the Basel Accord cause a credit slowdown in Latin America? IMF Working Paper 05/38.

Inter-American Development Bank (2004): Unlocking Credit. Economic and Social Progress in Latin America 2005 Report.

El mercado hipotecario en Latinoamérica

Existen importantes problemas de acceso a la vivienda

En los últimos 35 años, la población de los países de Latinoamérica se ha duplicado hasta alcanzar, en la actualidad, casi los 500 millones de personas. Si bien la tasa de crecimiento de la población se ha reducido paulatinamente, ésta supera aún la de los países más desarrollados, por lo que la expansión demográfica será mayor. Así, para el año 2050 las proyecciones demográficas de la región apuntan a un total de 1.100 millones de habitantes. Dada la estructura de edad actual, el proceso de formación de hogares continúa siendo creciente, y está aun lejos de agotarse. Es por ello que las necesidades de vivienda serán crecientes en los próximos años, lo que generará intensas tensiones en el caso de que la oferta de vivienda no responda adecuadamente a esta potencial demanda.

En este sentido, el escaso desarrollo de la industria de la promoción residencial junto con los continuos vaivenes a los que se han visto sometidos los mercados inmobiliarios de la región suponen una dificultad añadida para ampliar la oferta de vivienda disponible, por lo que una parte significativa de los hogares latinoamericanos no tiene totalmente satisfechas sus necesidades de vivienda. Según la información disponible en la CEPAL, el 60% de los hogares encuentra que sus necesidades habitacionales no están resueltas de forma satisfactoria. Este porcentaje incluye al 32% de los habitantes de la región (127 millones de personas) que vivían en tugurios en 2001.

Esta situación denota la existencia de un importante problema de acceso a la vivienda para amplias capas de la población. En media, el precio de una vivienda para una familia latinoamericana equivale a seis años de sus ingresos brutos, según los últimos datos del BID. A pesar de esta elevada relación, tan solo una de cada cuatro familias recurre a la financiación formal para adquirir su vivienda. De hecho, el alto grado de informalidad en el sector de la construcción reduce considerablemente la calidad del stock de viviendas existente generándose, de hecho, un elevado déficit residencial, tanto cualitativo como cuantitativo, en la región.

Los datos demográficos ponen de relieve que la demanda de vivienda por motivos poblacionales irá incrementándose en el medio y largo plazo. Sin embargo parte de esta demanda potencial no se reflejará en una demanda efectiva, si bien la brecha tenderá a reducirse en la medida en que aumenten los flujos de financiamiento a la vivienda. Un aumento real de los ingresos familiares permitiría, entre otros factores, la posibilidad de que la demanda potencial se transforme en real. Así, la capacidad de generar empleos, los niveles salariales alcanzados y la evolución creciente de ambos, son los elementos que fortalecen el mercado inmobiliario de vivienda. El comportamiento de dichas variables a lo largo de la presente década determinará el tamaño de la demanda real. Ahora bien, si la oferta inmobiliaria no acompaña a la demanda, las mejoras que se produzcan en las condiciones económicas de la región se reflejarán en mayores precios inmobiliarios y no necesariamente en mejores condiciones residenciales.

La financiación a la vivienda es aún limitada, si bien está aumentando su protagonismo en la región

La existencia de un mercado hipotecario maduro mejora el acceso a la vivienda de amplias capas de la población, como se constata en los países desarrollados, donde el peso de la financiación hipotecaria a empresas y familias es significativo y creciente. A pesar de los múltiples intentos realizados en las últimas décadas, en Latinoamérica no se ha podido desarrollar un sistema que garantice la provisión de crédito hipotecario en condiciones favorables para el conjunto de las familias, especialmente las de menores ingresos. Así, el peso de la financiación a la vivienda es casi testimonial y ello es una potencial rémora para el desarrollo del mercado inmobiliario, aunque no la única.

Mientras que en EE.UU y Europa el crédito para la financiación de la vivienda mantiene un peso en el PIB elevado, del 64% y 50% respectivamente a finales de 2004, en Latinoamérica, los recursos destinados a la financiación de la viviendas son inferiores al 6% del PIB, salvo en el caso de Chile donde supera ligeramente el 12%. La elevada volatilidad macroeconómica, junto a los episodios de alta inflación, han repercutido

Servicio de Estudios BBVA, Madrid

Tomás Riestra

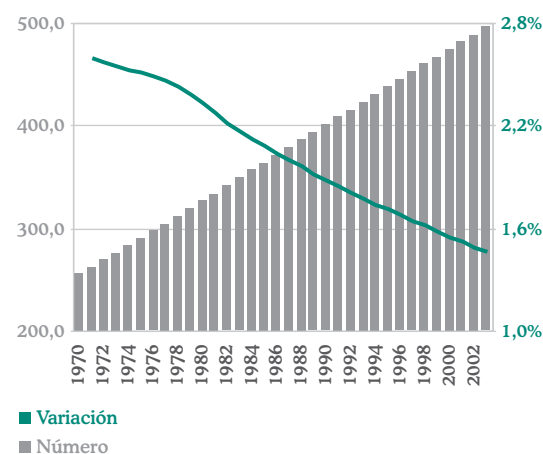
riestra.giner@grupobbva.com

Ignacio San Martín

jisanmartin@grupobbva.com

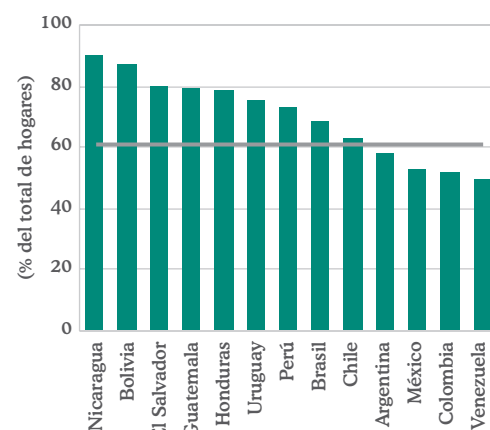
Gráfico 1. Población en Latinoamérica

Millones de habitantes y variación anual



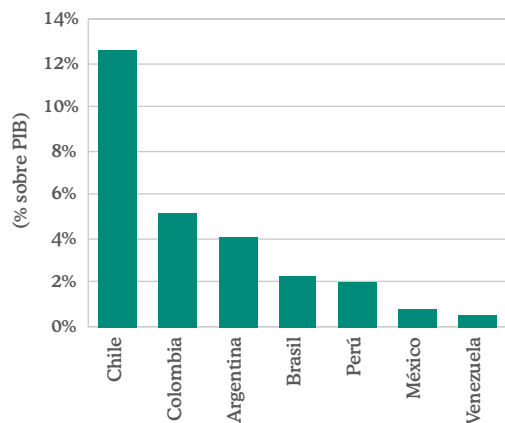
Fuente: Censos Nacionales

Gráfico 2. Hogares con necesidades habitacionales insatisfechas



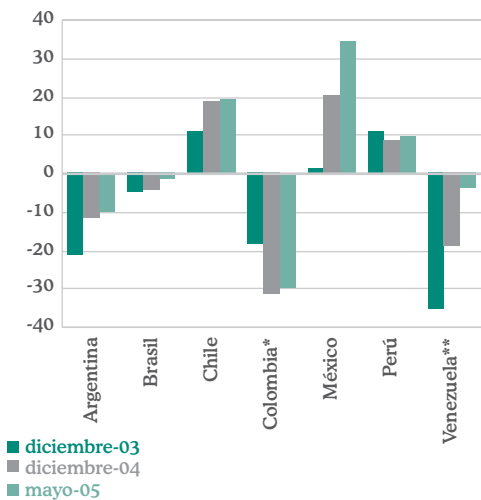
Fuente: Cepal

Gráfico 3. Crédito a la vivienda
(2000-2004)



Fuente: BBVA basado en datos de los bancos centrales y las superintendencias

Gráfico 4. Crecimiento real del crédito a la vivienda



* gran parte de la cartera hipotecaria se ha titulado

** datos a marzo de 2005

Fuente: BBVA basado en datos de los bancos centrales y las superintendencias

especialmente en el crédito hipotecario que, al tratarse de operaciones de largo plazo, está más necesitado de desenvolverse en un entorno macroeconómico estable.

Los límites al desarrollo de la financiación a la vivienda se han visto acrecentados por las diferentes crisis bancarias ocurridas desde la segunda mitad de la anterior década. A pesar de ello, el saneamiento que se ha realizado en la mayoría de los sistemas bancarios de la región junto con la mayor estabilidad macroeconómica y financiera de los últimos años, están propiciando un fuerte aumento del crédito bancario a la vivienda en varios países de la región.

También es de destacar la mayor estabilidad financiera de los últimos años y el importante desarrollo que está experimentando el mercado de capitales doméstico en moneda nacional, lo que está permitiendo que se produzca un importante aumento de la oferta de crédito en moneda nacional y a tipo de interés fijo, con un notable alargamiento de los plazos de amortización. Todo esto facilita el acceso de las familias a la financiación a la vivienda a la vez que aumenta la seguridad ante escenarios adversos en el futuro.

Además, durante los últimos años se ha producido una modernización de los sistemas bancarios y una importante mejora en la gestión del riesgo. Como se observa en el gráfico, los buró de crédito y la información pública sobre el historial crediticio de los clientes potenciales han tenido un importante desarrollo en la región al compararse con el resto de economías emergentes, acercándose al nivel de las economías desarrolladas. Por otro lado, la importante base de fondeo de las entidades bancarias de la región coloca a las mismas en una buena situación para incrementar su presencia en el mercado hipotecario.

Adicionalmente, se está produciendo un desarrollo paralelo del mercado hipotecario secundario. En este sentido, la creciente importancia de la inversión institucional como consecuencia de la privatización de los fondos de pensiones y del crecimiento de los fondos de inversión en la mayoría de los países, ha dotado a estos mercados de grandes demandantes de activos de largo plazo, lo que posibilita el desarrollo de esquemas de financiación de la cartera hipotecaria a través de la emisión de bonos y la titulización de hipotecas. Ello tiene además una externalidad positiva ya que, al tratarse de emisiones de mercado, actúan como incentivo para el desarrollo del marco legislativo y regulatorio. En este sentido, en Chile, más de la mitad de la cartera hipotecaria se encuentra en manos de inversores institucionales y aseguradoras a través de las letras de crédito y los mutuos endosables. Asimismo, en Colombia y en México se ha comenzado a utilizar la emisión de fondos de titulización hipotecaria para acceder a la liquidez en el mercado secundario.

A pesar de que el financiamiento a la vivienda en Latinoamérica tiene su desarrollo natural en el sector bancario, la existencia de una base de financiación del crédito hipotecario diversificada aumenta la estabilidad del acceso a la liquidez, permitiendo además una mejor gestión del riesgo de tipos de interés.

Políticas de vivienda más eficientes potenciarían el acceso a la vivienda a un mayor número de hogares.

El Estado ha jugado generalmente un papel relevante en lo referente a la financiación a la vivienda en toda Latinoamérica. Esta intervención se ha realizado principalmente mediante entidades financieras públicas, lo que ha limitado el desarrollo de la financiación privada. A pesar de reducir su peso en la mayoría de los países, la banca pública, que realiza una gestión más ineficiente y presenta tasas de morosidad más elevadas, mantiene aún amplias cuotas en el segmento de financiación a la vivienda, como sucede en el caso de Brasil.

A esto hay que añadir que en algunos países el crédito del sistema privado está asimismo intervenido a través de las diversas políticas gubernamentales. Los instrumentos para intervenir en el mercado de la vivienda suelen generar distorsiones no deseadas y que suelen ser difíciles de mitigar, especialmente los de carácter reactivo que generan una notable inseguridad para el buen desarrollo del mercado. Esto es especialmente notorio en la financiación a la vivienda, que al tener un marcado componente social es el primer foco de actuación en este tipo de intervenciones. Otra forma de intervención es el re-

direccionamiento de un porcentaje de la cartera de crédito de las entidades financieras hacia la vivienda de forma obligatoria, como sucede en Brasil o Venezuela, lo que afecta a la oferta de crédito en el mercado, puesto que no permite realizar una gestión de riesgos adecuada en un negocio cíclico como el inmobiliario.

Otro de los problemas comunes de la financiación inmobiliaria es el alcance de los subsidios. Así, en Brasil o México, parte de la financiación a la vivienda proviene de los fondos de ahorro obligatorios descontados por la empresa de las nóminas de los trabajadores. Dadas las dificultades de una parte importante de la población para cualificar para este tipo de financiación, estos recursos terminan convirtiéndose en ayudas regresivas de las que se benefician las familias de ingresos medios-altos.

En este sentido, es también reseñable las distorsiones que genera la normativa sobre planeamiento o la intensa intervención estatal en la regulación sobre la construcción. En el caso del planeamiento del suelo, la falta de unos derechos de propiedad claros y definidos, la escasez de recursos de las administraciones locales, la lentitud de los procesos urbanísticos y las frecuentes trabas administrativas impiden la generación de suelo urbano en cantidades suficientes y en las condiciones adecuadas a un precio asequible para las familias.

En cuanto a la regulación sobre la construcción, la existencia de estándares elevados o muy exigentes en cuanto a la calidad o tamaño mínimo de la vivienda pueden desplazar a una parte importante de la demanda al segmento informal. Así, en Brasil y en México las viviendas susceptibles de obtener un subsidio deben cumplir ciertos requisitos (como una superficie superior a los 90 m²) que las convierten en inaccesibles para un elevado porcentaje de la población. En contraste, en Chile, mientras que la vivienda libre media tiene 127 m² de superficie la subsidiada tiene 42 m² de media, lo que permite el acceso a la vivienda a los tramos bajos de renta. Una vez que las familias acceden al mercado formal, la capacidad de mejora en la escala social aumenta.

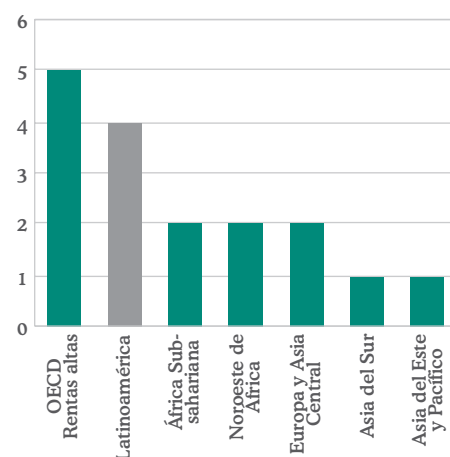
Las políticas de vivienda por parte del sector público deberían orientarse en mayor medida a resolver los problemas básicos del financiamiento a la vivienda. Es decir, los problemas de derechos de propiedad y reforzamiento de los derechos de los acreedores. El desarrollo de un sistema eficaz y eficiente del registro de la propiedad es la base del desarrollo del mercado hipotecario, ya que permite definir la garantía sobre la que descansa el crédito. El acceso a la información de los títulos de propiedad y a las cargas existentes sobre los mismos asegura y agiliza el proceso de otorgamiento de crédito. Además, sería muy positivo la existencia de un sistema de tasación independiente y transparente que permita asignar de la manera más precisa posible el valor de la garantía de cara a asegurar la política de riesgos de las entidades financieras. Por último, es imprescindible agilizar y mejorar los sistemas de ejecución de las garantías, ya que en esa posibilidad descansa el desarrollo del mercado hipotecario. Un ejemplo de esto último se puede encontrar en los dilatados periodos de ejecución de las garantías existentes en Perú, donde se requieren entre 18 y 36 meses para ejecutar la garantía según se pone de manifiesto en un trabajo de la Superintendencia de Bancos.

El avance en estas reformas estructurales es básico para asegurar el crecimiento sostenido del crédito hipotecario así como para reducir su coste, que actualmente incluye en muchos países el riesgo derivado del bajo desarrollo regulatorio. En este sentido, son destacables los avances realizados en México durante los últimos cinco años.

Tiempo de reformas

Existen tres factores fundamentales que han limitado el desarrollo del mercado inmobiliario latinoamericano durante las últimas dos décadas. La inestabilidad macroeconómica y financiera, el insuficiente marco normativo, en lo que a derechos de propiedad y derechos del acreedor se refiere, y la ineficiente intervención del Estado. El importante avance que la mayoría de los países han experimentado en la estabilización económica en estos últimos años hace crítico que se aborden medidas que mejoren el ámbito normativo y que se redefinan los objetivos y las políticas de vivienda de la región. Ello es especialmente así en un momento en el que el sistema bancario de la mayoría de las economías se encuentra en una posición mucho más propicia para desarrollar este tipo de productos.

Gráfico 5. Índice de acceso a la información crediticia

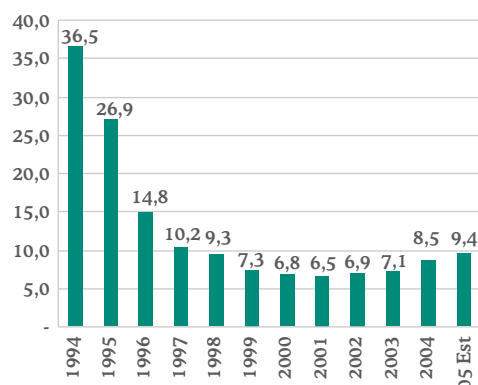


*El índice mide la amplitud, el acceso y la calidad de la información crediticia en base a seis indicadores (existencia de información positiva y negativa, para empresas e individuales, fuentes de información, preservación de información histórica, información de préstamos y acceso a la información)

Fuente: Banco Mundial

Crédito vigente de la Banca Comercial al Sector Privado*

(Proporción del PIB, %)

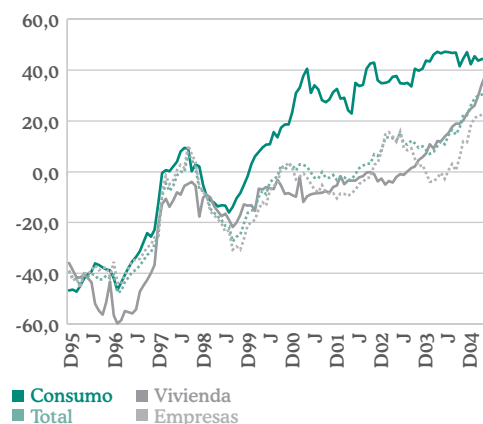


* Excluye la cartera de crédito vencida, los créditos reestructurados en Udis y el financiamiento otorgado a las empresas mediante la tenencia de títulos de deuda

Fuente: BBVA Bancomer con datos de INEGI y Banco de México

Banca Comercial: Cartera de Crédito Vigente

Var % Real Anual



Fuente: BBVA Bancomer con datos de Banco de México

Banca Comercial Antes y Después de la Crisis de 1995

Algunas debilidades antes de la crisis y algunos cambios realizados

Algunas debilidades antes de la crisis

Deficiente marco legal para defender los derechos de los acreedores
Herramientas limitadas para medir riesgo crediticio
Normas contables y normas prudenciales inadecuadas y laxas
Deficientes niveles de capitalización y de provisiones preventivas

Algunos cambios realizados

Modificación de reglas contables
Adecuación de reglas de calificación de cartera crediticia
Introducción de mejores prácticas y metodologías para medir riesgo crediticio
Creación de buró de crédito y obligatoriedad de consultarlo antes de otorgar nuevos financiamientos
Reglas de capitalización más rigurosas
Instrumentación de un sistema de alertas tempranas
Apertura total del sistema bancario a la inversión extranjera

Fuente: BBVA Bancomer

México: Reactivación y Expansión del Crédito Bancario

En 1995 el PIB de México se contrajo 6,2% y la inflación pasó de 7% a 52% y el desempleo aumentó a 6,2%. Este deterioro de la economía aumentó bruscamente las tasas de interés, afectó severamente la capacidad de pago de los deudores y fue el detonador de una profunda crisis bancaria. Ésta se tradujo en el aumento de la cartera de crédito vencida, la debilidad financiera de los bancos y los subsecuentes esfuerzos de saneamiento y recapitalización de instituciones. El efecto final fue una considerable contracción del crédito bancario por más de siete años al sector privado. El saldo de la cartera de crédito vigente¹ como proporción del PIB pasó del 36,5% en 1994 a tan sólo 6,5% en 2001. A partir de 2002 el crédito como razón del PIB volvió a crecer, si bien todavía está lejos de los niveles vigentes antes de la crisis.

Causas de la contracción del crédito

La crisis bancaria de 1995 no sólo se deriva del empeoramiento del cuadro macroeconómico, sino que también se debió a la debilidad de elementos institucionales, legales, preventivos y de revelación de información financiera en las cuales se sustenta el buen funcionamiento de la actividad crediticia. Este fue el caso del marco legal, que no protegió los derechos de los acreedores; la ausencia de factores que redujeran el riesgo crediticio o permitieran su correcta medición; la utilización de reglas contables que no reflejaban la realidad financiera de los bancos, y el otorgamiento de crédito a tasas de interés variables en un contexto en el que la inestabilidad macroeconómica exponía a los deudores a la alta volatilidad de las tasas de interés. La presencia de estos elementos amplificó los efectos de los problemas bancarios cuando surgió la crisis de 1995. El crédito volvió a fluir hasta que se modificaron favorablemente estos elementos.

Factores de impulso y reactivación

Como se mencionó anteriormente, la menor demanda de crédito asociada a la crisis económica y las restricciones de oferta impidieron su rápida recuperación. El crédito sólo se reactivó cuando se dieron varias condiciones favorables, tanto macroeconómicas como hacia el interior del sector, que redujeron el riesgo de otorgarlo. Por el lado macroeconómico destaca la reducción de la inflación y la confianza de que las políticas económicas estarían orientadas a mantenerla estable, lo que permitiría a los agentes tomar decisiones de endeudamiento a más largo plazo. Por parte del entorno regulatorio, se modificaron leyes y normas de la actividad bancaria para hacerlas más rigurosas (criterios contables); y se introdujeron factores institucionales y metodologías para medir mejor el riesgo crediticio (buró de crédito y nuevas reglas de calificación de cartera de crédito). Además, la banca se abrió totalmente a la inversión extranjera, lo que permitió incorporar mejores prácticas crediticias y facilitó la capitalización de instituciones; y se mejoró la protección de los derechos de los acreedores al modificar diversas leyes que afectan a la actividad crediticia. Con todo ello se presentaron las condiciones necesarias para que los agentes demandaran crédito a largo plazo.

¹ La cartera de crédito vigente excluye: cartera vencida; financiamiento otorgado a las empresas mediante la tenencia de títulos de deuda que hayan emitido; los créditos que fueron objeto de programas especiales que surgieron debido a la crisis de 1995, como fueron las reestructuraciones de créditos en Udis y la cartera cedida al Fobaproa que fue objeto del Programa de Capitalización y Compra de Cartera

Crédito al Consumo y a la Vivienda

La reactivación de los diversos tipos de crédito se ha presentado de manera diferenciada debido a que los factores de reactivación no se dieron al mismo tiempo. La experiencia de México en este sentido indica que es la suma y la permanencia de factores propicios lo que induce la reactivación y expansión del crédito mientras que la falta de alguno de estos elementos puede obstaculizarlo.

Proceso de reactivación del crédito al consumo

En enero de 2000 el crédito al consumo empezó a reactivarse y lo ha hecho durante 64 meses ininterrumpidamente. En este lapso su tasa de crecimiento real promedio fue de 33%, lo que ha permitido que su saldo se multiplicara por 5 veces de diciembre de 1999 a abril de 2005.

La principal razón de la expansión del crédito al consumo es la fuerte reducción de la inflación durante este periodo (del 20% a tasas inferiores al 5%), lo que permitió conceder créditos en mejores condiciones. Por ejemplo, la banca introdujo promociones para el mayor uso de la tarjeta de crédito basadas en convenios con empresas para permitir que las compras que se efectuaran con tarjeta fueran con cargos diferidos sin cobro de intereses. Además, los bancos sustituyeron esquemas crediticios basados en tasas de interés variables a tasas de interés fijas, lo que otorga certeza sobre el costo total del crédito contratado y los aumentos en las tasas de interés no afectan a la capacidad de pago de los clientes. Estas ventajas implican un menor riesgo crediticio.

El buró de crédito ha sido un elemento institucional muy importante para la reactivación y expansión del crédito al consumo. La obligatoriedad que tienen los bancos de consultarlo antes de conceder financiamiento lo ha convertido en una herramienta muy útil para reducir riesgos.

Proceso de reactivación del crédito a la vivienda

Tras el importante deterioro de la cartera de crédito otorgado a la vivienda como consecuencia de la crisis de 1995, su saldo se contrajo de manera constante en términos reales hasta 2003. Desde mediados de ese año a la fecha lleva 22 meses creciendo a tasas altas. Sin embargo, el nivel que registró en abril de 2005 representa tan sólo el 21,9% del que tenía al final de 1994.

La crisis de 1995 dejó claro que el marco legal vigente en ese entonces para recuperar créditos vencidos era muy deficiente. En 2000 se aprobaron una serie de reformas a diversas leyes para permitir recuperar créditos vencidos más rápido. A estas reformas se les llamó Miscelánea de Garantías (MG) y se esperaba que ayudaran a una rápida reactivación del crédito a la vivienda. Esto no fue así debido a que en la MG de 2000 subsistieron obstáculos para la ágil recuperación de garantías de créditos vencidos, lo cual implicaba que el riesgo crediticio se conservara alto. En abril de 2003 se realizó otra reforma a la MG. Esta, al mejorar procedimientos y remover obstáculos legales, redujo el riesgo crediticio y permitió la reactivación de este tipo de crédito bancario.

Las tasas de interés también han influido en la reactivación del crédito a la vivienda. Este tipo de crédito empezó a recuperarse cuando se generalizó el uso de tasas de interés fijas en los esquemas crediticios y particularmente a partir de abril de 2004 cuando las tasas fijas cobradas por los bancos bajaron del 15% debido a la mayor competencia entre instituciones.

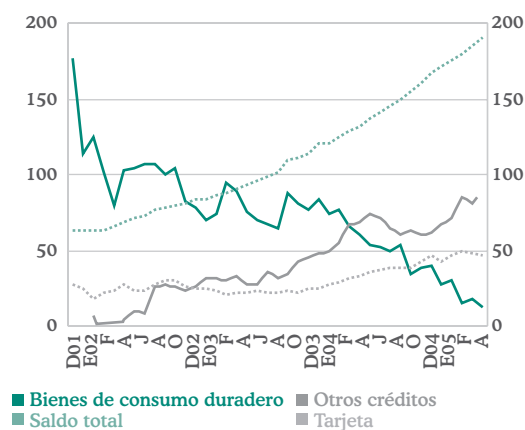
Crédito al Consumo

Factores de Reactivación e Impulso

Entorno macroeconómico:
Reducción de inflación y de tasas de interés
Mejores herramientas para medir riesgos:
Consulta al buró de crédito Uso de modelos para medir riesgo crediticio
Utilización de tasas de interés fijas
En créditos para adquirir automóvil Líneas de crédito especiales vinculadas a la T de C a liquidar en 12 meses por montos predeterminados Créditos a la nómina otorgados a empleados a quienes se les deposita su sueldo en cuenta bancaria
Promociones y productos nuevos y flexibles
Compras con T de C con cargo diferido sin cobro de intereses a plazos de 3, 6 y 12 meses Productos vinculados a tasas de interés fijas Crédito de acuerdo con capacidad de pago
Fuente: BBVA Bancomer

Crédito al Consumo

Saldos y Var % Real Anual



Fuente: BBVA Bancomer con datos de Banco de México

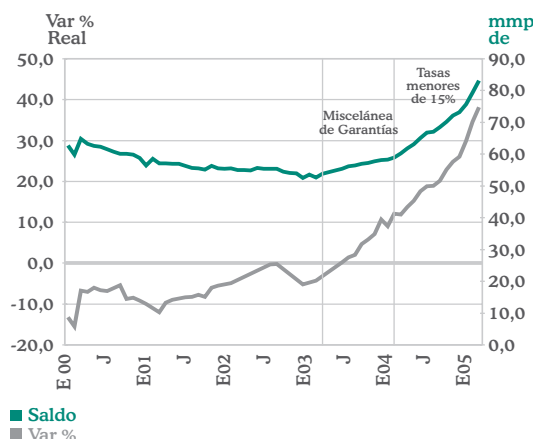
Crédito a la Vivienda

Factores de Reactivación e Impulso

Factores de Reactivación
Mejor marco legal para recuperar crédito vencidos La Miscelánea de Garantías de 2000 puso la base y sus modificaciones de 2003 lo reactivaron
Reducción de inflación y de tasas de interés Primero permitió pasar de otorgar créditos en Udis a tasas de interés variables y luego a tasas fijas
Mejor medición del riesgo crediticio Menor riesgo crediticio y mejor calidad de cartera
Factores de Impulso
Esquemas de financiamiento a tasas fijas Reducen incertidumbre y generan certeza sobre el costo total del crédito
Factores de mercado La competencia indujo la baja en las tasas de interés abaratando costos y flexibilizando condiciones crediticias
Factor demográfico El alto porcentaje de población joven del país genera una demanda creciente de créditos hipotecarios
Ampliación del mercado objetivo La compra de Sofoles hipotecarias por parte de bancos amplía la posibilidad de colocar más créditos en otros segmentos de la población
Fuente: BBVA Bancomer

Cartera de crédito vigente a la vivienda

Saldos y Var % Real Anual



Fuente: BBVA Bancomer con datos de Banco de México

Crédito Bancario a las Empresas

Reducción de riesgos y obstáculos de desempeño

Reducción de Riesgos
Ley de Concursos Mercantiles de 2000 Miscelánea de Garantías 2000 y 2003 Menores niveles y menor volatilidad de tasas de interés
Obstáculos para la reactivación sostenida del crédito
Crecimiento económico limitado y no sostenido a tasas altas Utilización de tasas variables (TIIE + sobretasa) y niveles altos Sustitutos disponibles para empresas de alta calidad crediticia Colocaciones de deuda; amplia gama de intermediarios financieros no bancarios; financiamiento del exterior Rigideces, riesgos y obstáculos diversos Riesgos sectoriales y regionales elevados; pobre historial crediticio; carencia de garantías adecuadas; competitividad limitada de la economía (falta de reformas estructurales)

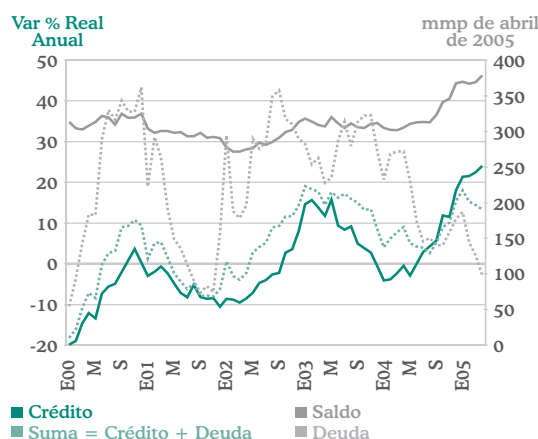
Emisión y Colocación de Deuda Corporativa

Factores de impulso y limitantes

Factores de impulso
Instrumentos adecuados: certificados bursátiles Importante demanda por parte de Siefors (pensiones)
Factores limitantes
Instrumento accesible sólo para empresas de alta calidad crediticia Crecimiento económico limitado y no sostenido a tasas altas Volatilidad de las tasas de interés de referencia (TIIE)

Fuente BBVA Bancomer

Financiamiento a Empresas: Crédito Bancario y Deuda Corporativa Saldos y Var % Real Anual



Fuente: BBVA Bancomer con datos de Banco de México

Crédito a las Empresas y Perspectivas

Reactivación del crédito a empresas y corporativos

A diferencia del comportamiento registrado por el crédito concedido por la banca al consumo y a la vivienda, la cartera de crédito vigente otorgado a las empresas a la fecha no ha registrado un crecimiento sostenido pese a que las condiciones regulatorias están dadas para esperar una reactivación sostenida de este tipo de crédito tras la aprobación en 2000 de la Ley de Concursos Mercantiles. Esta es una nueva ley que protege mejor los derechos de los acreedores que la anterior, pero no generó una expansión relevante del crédito dado el débil crecimiento de la economía entre 2001 y 2003.

Otra limitante es la disponibilidad de importantes y diversas fuentes de financiamiento que sustituyen al crédito bancario a las empresas, como es el que las empresas de alta calidad crediticia pueden obtener colocando títulos en el mercado de deuda corporativa del país. Esta emisión de deuda resalta porque: 1) la expansión de los fondos de pensiones aumenta su demanda, generándose así un mercado de bonos privados; y 2) se introdujeron los certificados bursátiles, los cuales han sido un instrumento de deuda corporativa muy exitoso al ser muy flexible (plazo, tasas de referencia y otros).

El otorgamiento de crédito bancario a empresas y la colocación de deuda son formas complementarias de financiamiento. Dado lo anterior, no es de extrañar que la suma de estas dos fuentes de recursos haya mostrado durante tres años consecutivos tasas de crecimiento anuales reales positivas.

Perspectivas

La persistencia de los factores que han influido favorablemente en la evolución del crédito en México —tasas de interés bajas y fijas, marco legal e institucional más eficiente, mayor competencia bancaria y un mayor nivel de actividad económica— permitirán que éste siga fluyendo.

Esperamos que al final de 2005 el crédito al consumo crezca por arriba del 30% real impulsado por los nuevos productos que la banca ha introducido en los últimos años. Por lo que respecta al crédito a la vivienda, esperamos un crecimiento de su saldo ligeramente mayor al del consumo entre 35 y 40% real al final del año, debido a la fuerte competencia que ha habido entre instituciones por atraer clientes ofreciéndoles tasas de interés fijas muy accesibles. Por su parte, el financiamiento a las empresas seguirá creciendo impulsado por el mayor nivel de actividad económica. Estimamos que el crédito bancario a las empresas crecerá alrededor del 8% real al final del año. En tanto la economía crezca de manera sostenida el crédito empresarial podrá aumentar su ritmo de expansión dada su sensibilidad a la mejora en expectativas.

Una vez que termine esta fase de reactivación del crédito bancario y su importancia como proporción del PIB aumente, éste posiblemente moderará su ritmo de expansión. En esta nueva etapa es de esperar que la tasa de crecimiento del crédito bancario se ubique entre 1,5 y 2 veces la tasa de crecimiento de la economía, conforme así lo indican las experiencias de México durante el desarrollo estabilizador de 1954 a 1970, de Chile de 1992 a 1997 y de Corea de 1982 a 1997.

Contexto Internacional

PIB Real (%)					Inflación (% , fin de año)			
	2003	2004	2005	2006	2003	2004	2005	2006
EE.UU.	3,0	4,4	3,6	3,2	1,9	3,3	3,1	2,8
UEM	0,7	1,7	1,4	2,2	2,0	2,4	2,1	1,6
Japón	1,4	2,7	1,5	2,0	-0,4	0,2	0,0	0,3
China	9,3	9,5	8,5	8,0	1,2	3,9	4,5	4,5

Tasa oficial (% , fin de período)					Tipo de cambio (frente \$, fin de período)			
	01/07/05	sep-05	dic-05	dic-06	01/07/05	sep-05	dic-05	dic-06
EE.UU.	3,25	3,75	4,00	4,50				
UEM (\$/€)	2,00	2,00	2,00	2,50	1,20	1,22	1,22	1,21
Japón (yenes/\$)	0,10	0,10	0,10	0,10	112	107	105	100
China (cny/\$)	5,58	5,58	5,80	5,80	8,28	8,28	8,28	8,28

América Latina

PIB Real (%)					Inflación (% , fin de año)			
	2003	2004	2005	2006	2003	2004	2005	2006
Argentina	8,8	9,0	7,0	4,5	3,7	6,1	10,9	10,0
Brasil	0,5	4,9	3,0	3,0	9,3	7,6	6,0	5,0
Chile	3,7	6,1	6,1	5,7	1,1	2,4	3,4	3,0
Colombia	4,1	4,1	3,8	3,5	6,5	5,5	5,0	4,7
México	1,4	4,4	3,9	3,5	4,0	5,2	4,0	3,9
Perú	4,0	4,8	5,3	4,5	2,5	3,5	2,3	2,5
Uruguay	2,2	12,3	5,5	n.d.	10,2	7,6	5,5	n.d.
Venezuela	-9,2	17,9	3,9	2,3	27,1	19,2	20,6	23,5
LATAM ¹	1,7	5,9	4,1	3,6	7,1	6,8	6,5	6,0
LATAM Ex-México	1,8	6,5	4,2	3,6	8,3	7,3	7,3	6,8

Saldo sector público (% PIB)					Saldo cuenta corriente (% PIB)			
	2003	2004	2005	2006	2003	2004	2005	2006
Argentina ²	2,3	3,9	3,7	3,4	6,0	2,2	0,9	1,2
Brasil	-3,6	-2,5	-3,0	-3,0	0,8	1,9	1,5	0,0
Chile ²	0,0	2,5	2,4	1,2	-1,5	1,5	0,3	-2,1
Colombia	-2,7	-1,3	-2,5	-2,0	-1,3	-1,4	0,4	-2,1
México	-0,6	-0,3	-0,1	-0,2	-1,3	-1,1	-1,5	-1,8
Perú	-1,7	-1,1	-1,0	-1,0	-1,5	0,0	-0,1	-0,5
Uruguay	-3,2	-1,8	n.d.	n.d.	-0,5	-0,8	n.d.	n.d.
Venezuela ²	-5,1	-1,9	-1,8	-2,1	10,3	14,9	11,3	7,5
LATAM ¹	-1,7	-0,8	-1,0	-1,0	0,8	1,3	0,6	-0,4
LATAM Ex-México	-2,5	-1,0	-1,4	-1,5	2,2	2,7	1,9	0,4

¹ Media de los 8 países mencionados. ² Gobierno Central

Tipo de cambio (frente \$, fin de año)					Tasas de Interés (% , fin de año) ³			
	2003	2004	2005	2006	2003	2004	2005	2006
Argentina	2,96	2,99	2,95	3,00	3,7	3,1	6,0	10,0
Brasil	2,89	2,72	2,70	2,90	16,5	17,8	18,0	16,0
Chile	603	576	575	578	2,3	2,3	4,3	6,0
Colombia	2865	2404	2400	2561	8,0	7,8	7,3	8,0
México	11,24	11,15	11,40	11,80	6,0	8,7	9,8	8,8
Perú	3,47	3,28	3,27	3,30	2,5	3,0	3,5	4,3
Uruguay	29,19	26,56	25,50	n.d.	7,5	5,7	n.d.	n.d.
Venezuela	1600	1920	2150	2580	15,1	12,4	12,5	12,9

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

Argentina

	2004	2005p	2006p
PIB (%)	9,0	7,0	4,5
Inflación (% , fin de año)	6,1	10,9	10,0
Balanza comercial (m.M. \$)	13,2	9,5	8,1
Cuenta corriente (% PIB)	2,2	0,9	1,2
Reservas (m.M. \$, fin de año)	19,6	23,2	26,7
Tipo de cambio (fin de año vs US\$)	2,99	2,95	3,00
Saldo sector público (% PIB) ¹	3,9	3,7	3,4
Tasa de interés (fin de año) ²	3,1	6,0	10,0
T. cambio efectivo real (fin de año, dic-97=100)	50	55	59
1/ Argentina: Gobierno Central y excluye ingresos por privatizaciones 2/ Argentina: depósitos a 30 días en pesos; Brasil: SELIC			

Brasil

	2004	2005p	2006p
PIB (%)	4,9	3,0	3,0
Inflación (% , fin de año)	7,6	6,0	5,0
Balanza comercial (m.M. \$)	33,7	35,0	22,0
Cuenta corriente (% PIB)	1,9	1,5	0,0
Reservas (m.M. \$, fin de año)	52,7	61,0	60,0
Tipo de cambio (fin de año vs US\$)	2,72	2,70	2,90
Saldo sector público (% PIB)	-2,5	-3,0	-3,0
Tasa de interés (fin de año)	17,8	18,0	16,0
T. cambio efectivo real (fin de año, dic-97=100)	65	68	65

Chile

	2004	2005p	2006p
PIB (%)	6,1	6,1	5,7
Inflación (% , fin de año)	2,4	3,4	3,0
Balanza comercial (m.M. \$)	9,0	7,5	3,1
Cuenta corriente (% PIB)	1,5	0,3	-2,1
Reservas (m.M. \$, fin de año)	16,0	16,0	16,0
Tipo de cambio (fin de año vs US\$)	576	575	578
Saldo sector público (% PIB) ¹	2,5	2,4	1,2
Tasa de interés (fin de año) ²	2,3	4,3	6,0
T. cambio efectivo real (fin de año, dic-97=100)	84	86	86
1/ Chile: Gobierno Central 2/ Chile: Tasa de Instancia Monetaria (nominal desde agosto de 2001); Colombia: DTF a 90 días			

Colombia

	2004	2005p	2006p
PIB (%)	4,1	3,8	3,5
Inflación (% , fin de año)	5,5	5,0	4,7
Balanza comercial (m.M. \$)	1,1	2,2	-1,0
Cuenta corriente (% PIB)	-1,4	0,4	-2,1
Reservas (m.M. \$, fin de año)	13,5	15,8	16,2
Tipo de cambio (fin de año vs US\$)	2404	2400	2561
Saldo sector público (% PIB)	-1,3	-2,5	-2,0
Tasa de interés (fin de año)	7,8	7,3	8,0
T. cambio efectivo real (fin de año, dic-97=100)	83	85	82

México

	2004	2005p	2006p
PIB (%)	4,4	3,9	3,5
Inflación (% , fin de año)	5,2	4,0	3,9
Balanza comercial (m.M. \$)	-8,8	-10,0	-12,0
Cuenta corriente (% PIB)	-1,1	-1,5	-1,8
Reservas (m.M. \$, fin de año)	61,5	64,0	63,0
Tipo de cambio (fin de año vs US\$)	11,15	11,40	11,80
Saldo sector público (% PIB)	-0,3	-0,1	-0,2
Tasa de interés (fin de año) ²	8,7	9,8	8,8
T. cambio efectivo real (fin de año, dic-97=100)	107	107	104
2/ México: Cetes a 28 días; Perú: tasa interbancaria			

Perú

	2004	2005p	2006p
PIB (%)	4,8	5,3	4,5
Inflación (% , fin de año)	3,5	2,3	2,5
Balanza comercial (m.M. \$)	2,8	3,0	2,5
Cuenta corriente (% PIB)	0,0	-0,1	-0,5
Reservas (m.M. \$, fin de año)	12,6	14,2	15,0
Tipo de cambio (fin de año vs US\$)	3,28	3,27	3,30
Saldo sector público (% PIB)	-1,1	-1,0	-1,0
Tasa de interés (fin de año)	3,0	3,5	4,3
T. cambio efectivo real (fin de año, dic-97=100)	90	92	92

Uruguay

	2003	2004	2005p
PIB (%)	2,2	12,3	5,5
Inflación (% , fin de año)	10,2	7,6	5,5
Balanza comercial (m.M. \$)	0,2	0,0	0,0
Cuenta corriente (% PIB)	-0,5	-0,8	n.d.
Reservas (m.M. \$, fin de año) ³	1,9	2,3	n.d.
Tipo de cambio (fin de año vs US\$)	29,19	26,56	25,50
Saldo sector público (% PIB) ¹	-3,2	-1,8	n.d.
Tasa de interés (fin de año) ²	7,5	5,7	n.d.
T. cambio efectivo real (fin de año, dic-97=100)	75	81	78
1/ Venezuela: Gobierno Central 2/ Uruguay: Letras del BCU a 30 días en pesos; Venezuela: Depósitos a 90 días 3/ Venezuela: incluye FIEM			

Venezuela

	2004	2005p	2006p
PIB (%)	17,9	3,9	2,3
Inflación (% , fin de año)	19,2	20,6	23,5
Balanza comercial (m.M. \$)	22,1	20,4	15,3
Cuenta corriente (% PIB)	14,9	11,3	7,5
Reservas (m.M. \$, fin de año)	24,1	22,7	22,8
Tipo de cambio (fin de año vs US\$)	1920	2150	2580
Saldo sector público (% PIB)	-1,9	-1,8	-2,1
Tasa de interés (fin de año)	12,4	12,5	12,9
T. cambio efectivo real (fin de año, dic-97=100)	91	96	97

Presentaciones del Servicio de Estudios Económicos

Bogotá

Título	Institución- Cliente	Lugar y fecha
El sector financiero colombiano	Universidad Autónoma	Manizales, Abril 05
Situación económica colombiana	BBVA América	Bogotá, Abril 05
Consideraciones macroeconómicas	Comité de inversiones	Bogotá, Abril 05
La ética de las multinacionales	Universidad de los Andes	Bogotá, Mayo 05
Evolución y perspectivas financieras	Desayunos (clientes de Tesorería)	Bogotá, Mayo 05

Buenos Aires www.bancofrances.com.ar

Título	Institución- Cliente	Lugar y fecha
El Futuro del Sistema Financiero	Forum-executive information	Buenos Aires, Abril 05
Argentina: los grandes desafíos del 2005	Banca Corporativa-Banca Empresas	Buenos Aires, Abril 05
El crédito como motor de crecimiento de la economía en Argentina	CMS-Credit Management Solutions	Buenos Aires, Junio 05

Caracas www.provincial.com

Título	Institución- Cliente	Lugar y fecha
Perspectivas Macroeconómicas 2005-2006	FUNDES	Caracas, Abril 05
El sector farmacéutico en el actual entorno macroeconómico	Banca Mayorista Global	Caracas, Abril 05
Perspectivas Macroeconómicas	Banca Mayorista Global Caracas	Caracas, Mayo 05
Perspectivas Macroeconómicas, Sector Petrolero y su Impacto en el Estado Zulia	Reunión de Clientes	Maracaibo, Mayo 05
Perspectivas Macroeconómicas y Su impacto en el Sector de Autopartes	Capmil	Barquisimeto, Mayo 05

Lima www.bbvaabancocontinental.com

Título	Institución- Cliente	Lugar y fecha
Perspectivas Económicas: 2005-2006	Principales Clientes	Trujillo, Abril 05
Las claves del escenario macroeconómico y financiero	Cámara Comercio de España	Lima, Abril 05
Las claves del escenario macroeconómico y financiero	Banca Mayorista Global	Lima, Abril 05
Perú: Economic Performance	MBA University of Baltimore	Lima, Abril 05
Situación Económica	Moody's	Lima, Abril 05
Perú: Economic Performance	MBA Desales University	Lima, Mayo 05
Perspectivas Económicas: 2005-2006	Universidad Agraria La Molina	Lima, Junio 05

Madrid www.bbva.com

Título	Institución- Cliente	Lugar y fecha
Presentación del nuevo Situación Portugal	Clientes y Prensa	Junio 05
Exchange Rate Strategies in Latin America	BID	Washington, Mayo 05
El entorno exterior de la Economía Catalana	Barcelona	Mayo 05
Blurred Recovery?: Argentina after the crisis	IIF	Londres, Abril 05
Are the stars lined up?: Keys to growth in Latin America	Clientes Corporativos	Hong Kong, Abril 05
Housing Markets	BIS	Basilea, Abril 05
Globalization and Latin America: Joining Asia's bandwagon	BID	Okinawa, Abril 05
Europe: Just a modest cyclical recovery	IIF	Madrid, Abril 05

México www.bancomer.com

Título	Institución- Cliente	Lugar y fecha
Escenario económico y financiero en México	Consejo Regional	D.F., Puebla, Morelia, Aguascalientes, Mayo 05
Mexico: economic and financial outlook	Clientes Corporativos y de Empresas	México D.F., Mayo 05
Efectos potenciales de la revaluación del yuan en México	Comité de Mercado, Estrategia y Fondos	México D.F., Mayo 05
Escenario económico y financiero en México 2005-2007	Jornadas de Planeación Hipotecaria Nacional	México D.F., Mayo 05
Escenario económico y financiero en México	Reunión Nacional ANTAD	México D.F., Junio 05

BBVA USA www.bancomer.com

Título	Institución- Cliente	Lugar y fecha
International business strategies in LatAm, The BBVA Case	BBVA USA	Atlanta GA, Mayo 05
Perspectivas Estados Unidos: entre el petróleo y el "soft patch"	Periodistas Puerto Rico	San Juan PR, Mayo 05
Entorno macroeconómico de Estados Unidos	Comité de Mercado y Estrategia	México D.F., Mayo 05

Santiago de Chile www.bhif.cl

Título	Institución- Cliente	Lugar y fecha
Panorama general de la economía de Chile.	Universidad Adolfo Ibáñez,	Santiago, Junio 05
Acuerdos comerciales y competitividad. Desafíos para Chile.	Academia Politécnica Militar.	Mayo 05
De la recuperación al crecimiento.	Clientes BBVA.	Temuco, Mayo 05
Acuerdos comerciales y competitividad. Desafíos para la región.	Seminario OEA, BID, CAF.	Cartagena de Indias, Febrero 05

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

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

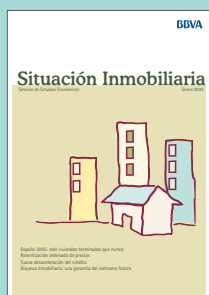
Europa: Manuel Balmaseda

Análisis Sectorial: Carmen Hernansanz

Escenarios Financieros: Mayte Ledo

Flujos Financieros: Sonsoles Castillo

otras publicaciones



Este documento ha sido preparado por el Servicio de Estudios de Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A. (BBVA) por su propia cuenta y se suministra sólo con fines informativos. Las opiniones, estimaciones, predicciones y recomendaciones que se expresan en este documento se refieren a la fecha que aparece en el mismo, por lo que pueden sufrir cambios como consecuencia de la fluctuación de los mercados.

Las opiniones, estimaciones, predicciones y recomendaciones contenidas en este documento se basan en información que ha sido obtenida de fuentes estimadas como fidedignas pero ninguna garantía, expresa o implícita, se concede por BBVA sobre su exactitud, integridad o corrección.

El presente documento no constituye una oferta ni una invitación o incitación para la suscripción o compra de valores.