BBVA Banco Continental

Situación

Servicio de Estudios Económicos

Segundo trimestre 2006

¿Un mundo con cambios estructurales?
¿Cómo será el crecimiento económico en 2006?
Política monetaria sigue moviéndose hacia una posición más neutral
La política, la economía y la segunda vuelta electoral
Artículo: Algunas consideraciones respecto a la labor de la banca estatal

Indice

Fecha de Cierre: 17 de abril del 2006

Editorial

Señales 2
En esta edición 3

I. Entorno internacional

Flujos de capital hacia emergentes: ¿exhuberancia racional? 4
¿Un mundo con cambios estructurales? 5
Tasas de largo plazo con recorrido limitado y dólar estable 6

II. Entorno macroeconómico

¿Cómo será el crecimiento económico en 2006? 7
¿Aproximándonos a un escenario de *stress* político? 9
Recuadro: Perú: Competitividad a nivel internacional 10
Inflación en el centro del rango objetivo 12

III. Entorno financiero

Política monetaria sigue moviéndose hacia una posición más neutral 13
Tipo de cambio 14
Recuadro: la política, la economía y la segunda vuelta electoral 15

IV. Artículo

Algunas consideraciones respecto a la labor de la banca estatal 17

V. Estadísticas y proyecciones 20

VI. Indice de actividades 21

Han elaborado esta publicación

David Tuesta Cárdenas davidtuesta@continental.grupobbva.com
Hugo Perea Flores hperea@continental.grupobbva.com
Sergio Salinas Meza ssalinas@continental.grupobbva.com

Editorial

Señales

La fase expansiva de la economía continúa, al margen que las cifras de actividad de inicios de año han sido algo más baja que las esperadas. Un anticipo de que la expansión podría seguir, puede ser obtenido a partir de un conjunto de indicadores indirectos como la confianza del consumidor, el crecimiento de los créditos y el mercado laboral. Con ello, la actividad económica debiera crecer alrededor del 5,0% el 2006, sea cual fueran los resultados de la justa electoral. En general, al menos para este año, existe un fuerte soporte de la economía mundial, favoreciendo las cotizaciones de los minerales, permitiendo contar con un flujo comercial importante. Cabe señalar que las exportaciones, en términos reales, se han expandido alrededor de 50% en los últimos cuatro años.

El escenario electoral, sin embargo, ha incorporado cierta volatilidad en las variables financieras desde finales del año pasado. Si nos dejamos guiar por los procesos electorales recientes en la región, debiéramos esperar una mayor volatilidad en tanto nos vayamos aproximando a la segunda vuelta. De ahí, una vez terminado el proceso, y conocido el nuevo presidente, podría esperarse que la economía se tranquilice y las cosas vuelvan otra vez a su lugar, como sucedió en el proceso electoral del 2001. Cabe preguntarse, sin embargo, si este comportamiento es algo casual, o siempre es así, y existen “requisitos” para que ello ocurra de esa forma.

Estos escenarios de volatilidad y nerviosismo se acentúan más en situaciones de escaso desarrollo institucional y de una ausencia de información suficiente para la toma de decisiones. En este contexto, los agentes no pueden distinguir de los discursos ni de los planes de gobierno, cuáles serán las acciones concretas que se seguirán una vez electo el nuevo presidente, llevando a que el mercado reaccione tomando excesivas precauciones. Luego de finalizada la elección presidencial, la probable normalización en el comportamiento de los indicadores económicos, no es casual, sino que responde a la recepción de mayor información, que normalmente fluye a través de “señales claras” que los nuevos actores políticos dan al mercado. Estas señales van más allá del discurso, y normalmente se plasman en acciones concretas, como, por ejemplo, el encargar el manejo de la política económica a personas de prestigio internacional, o a medidas concretas que tiendan a preservar la estabilidad fiscal y monetaria. Medidas claras para fomentar a una mayor competitividad y el respeto de las reglas de juego, son también señales muy poderosas. En esa línea, un caso que puede servir de ejemplo en el “juego de las señales”, es el de Brasil, donde se presentó inicialmente una elevada desconfianza respecto a las políticas económicas que podía seguir el gobierno de Lula, y luego mediante la “emisión de señales concretas”, incluso antes de asumir el mando, se fue logrando un escenario de calma.

Entonces, sabiendo que un contexto de mayor turbulencia política podría irse desarrollando en las próximas semanas, en mayor o menor grado, los ojos de los mercados estarán a la espera de las señales que reciban por parte de los dos candidatos en disputa por el sillón presidencial. Los mercados, evidentemente desean señales concretas que permitan confirmar que el país irá en el sentido correcto. Ir en esa dirección implica no desligarnos de los soportes de estabilidad económica que han sido ganados en los últimos años.

Ello también implica no dar la espalda al proceso de globalización y apertura que las economías pequeñas como la nuestra necesitan para crecer.

Adicionalmente, se requeriría hacernos más competitivos y confiar que unos mercados, técnicamente supervisados y regulados, por un aparato estatal suficiente y eficiente, son elementos que pueden permitir alcanzar mayor crecimiento y menor pobreza.

Las experiencias de desarrollo reciente en el mundo, indican que el camino va en esa dirección. Esperemos con calma, recibir las “señales” correctas del nuevo presidente en las próximas semanas.

En esta edición...

Las perspectivas económicas para el 2006 se siguen presentando favorables. Dos elementos, sin embargo, se muestran como los factores de riesgos relevantes. En primer lugar, el escenario económico mundial que, si bien viene registrando una tendencia ascendente y aparentemente sólida, no deja de presentar ciertas dudas, dados los enormes desequilibrios que sigue manteniendo la economía norteamericana. En segundo lugar, un riesgo más evidente para los agentes económicos locales, es el contexto electoral que, ante la cerrada disputa de los candidatos al sillón presidencial y el aparente contraste de los programas económicos, termina configurando un escenario de cierta incertidumbre.

En esa línea, nuestra sección de **Entorno Internacional** discute, de manera amplia, las tendencias que vienen mostrando los principales mercados en el contexto vigente. Así, se puede observar que los flujos de capitales continúan teniendo cierta predilección por los mercados emergentes debido a las rentabilidades, el crecimiento y la disminución de las primas de riesgo. En tanto, en las economías más grandes, como la norteamericana, la europea y la asiática, se observa que la senda de expansión continúa teniendo soporte con riesgos relativamente bajos. En principio, se espera que el crecimiento mundial continúe alrededor del 3,0% y los bancos centrales continuarán con un ajuste de tasas de corto plazo, aunque las curvas de rendimientos se mantendrán relativamente planas.

En el **entorno macroeconómico doméstico**, si bien el proceso electoral ha generado cierta incertidumbre sobre ciertas variables financieras, se espera que la actividad económica continúe con el ciclo expansivo que viene registrando desde hace varios años. No obstante, se prevé que el dinamismo de la economía en el 2006 sea cercano al 5,0%.

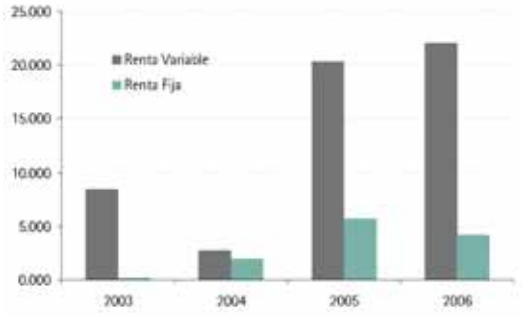
Asimismo, se ha elaborado un recuadro que lleva por título **"Perú: Competitividad a nivel internacional**", donde se hace una comparación a nivel latinoamericano acerca de cómo está el Perú en lo que se refiere a índices de competitividad. Al analizar la información disponible, se encuentra que el Perú no ha mostrado mejoras importantes en los últimos años, lo cual lo sitúa en una posición desventajosa frente a los países vecinos.

En el **entorno financiero**, se examinan los incrementos en el nivel de la tasa de referencia del Banco Central, los cuales se han dado en un escenario de volatilidad cambiaria, vinculado al proceso electoral. Asimismo, se analiza los problemas de liquidez que ha venido enfrentado, de manera temporal, el sistema bancario, así como el comportamiento del tipo de cambio .

Sabiendo que en el contexto actual, las variables financieras se encontrarán afectadas por lo político, hemos tratado de sintetizar algunas reflexiones en el recuadro que lleva por título **"La política, la economía y la segunda vuelta electoral"**, donde tratamos de entender el proceso actual a partir de eventos relacionados en el pasado, y se sopesan algunos de los factores que serán importantes para que los indicadores económicos retomen tendencias normales.

Finalmente, desarrollamos el artículo titulado **"Algunas consideraciones respecto a la Banca Estatal"**, en la cual tratamos las restricciones estructurales que presenta el desarrollo de una banca dirigida por el Estado, así como algunas experiencias pasadas que no fueron destacables, como el caso del Banco Agrario. Asimismo, teniendo en cuenta que una cantidad importante de países tiende a preservar la presencia de bancas nacionales, se comparten algunas ideas que pueden mejorar su desempeño actual.

Emergentes: entradas de capital netas acumuladas (miles de millones de dólares)



Fuente: BBVA - Capital Flows, EPFR

América Latina: evolución de los mercados financieros

Fuente: JP Morgan y Morgan Stanley

Indicadores adelantados de la actividad mundial

Fuente: OCDE y Morgan Stanley

I. Entorno internacional

Flujos de capital hacia emergentes: ¿exuberancia racional?

El comienzo del año 2006 ha mostrado una notable aceleración de los flujos de capital hacia las economías emergentes. De hecho, las entradas netas de capital en renta variable en los tres primeros meses de este año suponen el 110% del total registrado en 2005, mientras que las entradas en renta fija suponen alrededor del 75% de todo lo recibido por estos países el año anterior. En consecuencia, los precios de los activos en estas economías están aumentando significativamente: los índices bursátiles muestran notables ganancias, las primas de riesgo alcanzan mínimos históricos, las divisas se aprecian. Todo ello en medio de volatilidades en niveles relativamente bajos. Así, a pesar de que se aprecia alguna diferenciación por países, el contexto general de los mercados financieros para los países emergentes se puede considerar como muy favorable.

Ahora bien la sostenibilidad de este contexto en los próximos meses es la principal incertidumbre para los inversores y esto va a depender de factores domésticos, pero especialmente de factores externos. Aunque la mejoría de las variables fundamentales en muchos de los países emergentes está favoreciendo este comportamiento de los flujos de capital, no cabe duda de que las condiciones de elevado crecimiento de la economía mundial con una inflación controlada y con una liquidez elevada pudieran estar dando lugar a que hubiera algún tipo de infravaloración del riesgo por parte de los inversores.

Dinamismo de la actividad mundial

En efecto, la actividad económica mundial se mantiene relativamente dinámica, a pesar de los elevados precios del petróleo. En EE.UU., el crecimiento de la renta disponible muestra una significativa moderación, y la riqueza inmobiliaria podría moderarse a lo largo de este año. Todo ello apuntaría hacia una ralentización en el crecimiento del consumo en esta economía y hacia un menor crecimiento de la demanda interna, que podría ser parcialmente compensado por un mayor dinamismo de la externa. Un menor crecimiento en EE.UU., parece estar en todo caso compensado por un mayor dinamismo previsto en otras economías. Por un lado, en Europa, la recuperación sostenida en los índices de confianza debería ir acompañada de una mejoría de los datos de actividad. Por otro lado, Japón sigue mostrando un notable crecimiento, superior a su potencial que podría facilitar una salida de la deflación en 2006.

A pesar del mayor crecimiento, la inflación se mantiene relativamente controlada, dentro de un rango, especialmente cuando se analiza su componente subyacente. Incluso en EE.UU., donde la utilización de los recursos productivos, capital y trabajo, ha aumentado significativamente y supera sus promedios históricos, el repunte de la inflación energética apenas se ha trasladado a los precios finales. De hecho, el comportamiento de los salarios reales, con tasas de crecimiento prácticamente nulas, a pesar de la situación cíclica de la economía, proporciona cierto margen para inferir que cualquier repunte de inflación va a ser relativamente limitado.

En este contexto, la política monetaria de EEUU está próxima a terminar su ciclo de subidas de tasas de interés, que podría suponer situar las tasas oficiales en el 5%. Indudablemente, a medida que se aproxima el final del ciclo de subida de tasas, aumenta la incertidumbre sobre la senda futura de las tasas de interés, frente a un periodo de relativa predictibilidad en su comportamiento. En general, los principales bancos centrales del mundo están moderando el grado de relajación que ha caracterizado a la política monetaria en años anteriores. En todo caso, las tasas de interés esperadas son inferiores a los máximos alcanzados en ciclos alcistas anteriores.

Pero no solamente los países industrializados muestran un notable dinamismo, sino que debe destacarse que la economía mundial muestra una creciente interrelación, ya que no podría explicarse su evolución sin incorporar el crecimiento de la economía china. Esta economía sigue dando muestras de que el modelo de crecimiento orientado a la exportación está permitiendo generar una elevada actividad, especialmente en el gasto en inversión. También debe destacarse el comportamiento de las materias primas, especialmente de los metales tales como el cobre o el oro, que consiguen desafiar todos los pronósticos y situarse en niveles de precios que suponen máximos históricos. Esta evolución de las materias primas constituye a su vez un motor del crecimiento para algunos países de América Latina.

¿Un mundo con cambios estructurales?

En gran medida, la cuestión principal es la sostenibilidad de esta situación en el tiempo. Indudablemente hay una serie de factores que sustentan la posibilidad de que la economía se encuentre ante un cambio estructural. Así, el desarrollo tecnológico y la globalización de la actividad, con el protagonismo de nuevos participantes en la economía de mercado están suponiendo una modificación en los mecanismos tradicionales de transmisión de precios y salarios.

La credibilidad de los bancos centrales ha contribuido a mantener bajas tasas de inflación. Además, la globalización y diversificación de los mercados financieros, junto con la menor volatilidad macroeconómica, implica una reducción de las primas de riesgo, y, en consecuencia, supone una reducción de los niveles de las tasas de interés de largo plazo. Este último es un factor diferencial significativo de la situación actual y podría explicar uno de las principales interrogantes: el hecho de que a pesar del aumento de las tasas de interés oficiales en EE.UU., las tasas de largo plazo se hayan mantenido relativamente estables, y que, en consecuencia se haya producido un significativo aplanamiento de la curva de tasas, incluso una pequeña inversión de la misma, que habitualmente hubiera anticipado una recesión económica. Pero, como ha señalado recientemente Bernanke , el aplanamiento de la curva de deuda ahora es probablemente consecuencia de una menor prima de riesgo, derivada de la menor incertidumbre macroeconómica y de la mayor demanda de bonos por parte de agentes que resultan poco sensibles a los criterios de rentabilidad-riesgo. Esta explicación podría suponer que una curva plana es compatible con un crecimiento estable en los próximos meses, y no con una recesión de la economía.

Además de estos factores estructurales, algunos elementos coyunturales contribuyen a reducir los riesgos en la situación actual. En primer lugar, el ajuste progresivo al alza de las tasas de interés oficiales constituye un primer paso para limitar el exceso de liquidez que podría haber llevado a infravalorar el riesgo de algunos activos. En segundo lugar, la diferencia en el crecimiento de la demanda interna entre EE.UU. y otras economías se está moderando, a medida que se va relanzando el crecimiento en Europa y Japón, y se modera el crecimiento del sector inmobiliario y del consumo en la economía estadounidense. Por último, el dinamismo de la economía china, superior al esperado, le está permitiendo ir ajustando de forma lenta pero gradual su tipo de cambio con el dólar.

Escenarios de riesgo: poco probables

Ahora bien, a pesar de estos cambios estructurales, que constituyen el soporte del escenario base de crecimiento de la economía mundial, hay algunos elementos que podrían suponer riesgos a la baja sobre la actividad. La probabilidad de que la valoración del riesgo por parte de los inversores esté siendo muy baja, provocando un aumento del precio de los activos en un entorno en el que las familias están muy endeudadas podría implicar algún ajuste económico.

Indices de confianzas industriales (niveles estandarizados)

Fuente: IFO, ISM, Tarkan

Tasas de interés oficiales (en porcentaje)

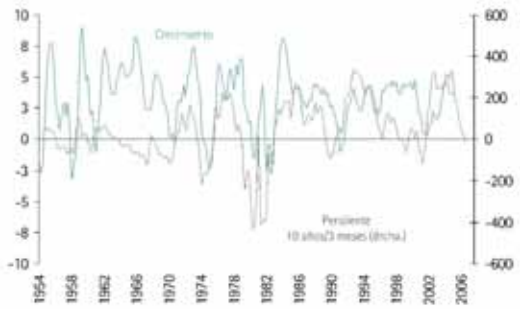
Fuente: Reserva Federal, BCE y BBVA

EEUU: Descomposición de los factores explicativos para las tasas a 10 años

		Tasas 10 años	Tasas reales
	1990	8.70	4.00
	2005	4.30	2.00
	Variación	4.40	2.00
Expectativas de tasas reales		-90	
Expectativas de inflación		-100	
Real term permium		-150	
Prima de riesgo por inflación		-30	

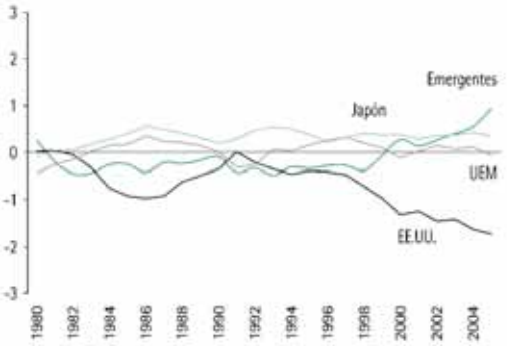
Fuente: BBVA

EE..UU.: Crecimiento y pendiente 10 años / 3 meses (6 trim. adelantada)



Fuente: BEA y Reserva Federal

Saldo por cuenta corriente (en porcentaje PIB mundial)



Fuente: FMI

Previsiones

	2005	2006	2007	2005	2006	2007
EEUU	Fin de periodo			Promedio		
Tasas oficiales	4.25	5.00	5.00	3.20	4.90	5.00
Tasas 10 años	4.50	5.20	5.10	4.30	4.80	5.10
UEM						
Tasas oficiales	2.25	3.00	3.25	2.00	2.60	3.20
Tasas 10 años	3.40	3.80	4.20	3.40	3.70	4.10
DIVISAS						
Dólar-euro	1.19	1.23	1.26	1.24	1.21	1.25

Fuente: BBVA

De igual forma, el elevado y creciente déficit en la cuenta corriente de EE.UU. constituye un factor de incertidumbre, especialmente si se observa que una parte del déficit es financiado por el superávit de los países exportadores de petróleo y por los flujos de capital oficiales procedentes de la acumulación de reservas de un conjunto de países, especialmente emergentes asiáticos, que intentan evitar la revaluación de sus divisas.

Ahora bien, junto a los factores estructurales y coyunturales de soporte mencionados anteriormente, hay que señalar que, en todo caso, no es fácil anticipar ni la forma de un potencial ajuste ni el detonante del mismo. Un choque real, como podría ser un brusco aumento del precio del petróleo, consecuencia de una reducción significativa de la oferta, no necesariamente provocaría un fuerte aumento de la inflación y podría tener como consecuencia una recesión de las economías y menores tasas de interés.

Un choque financiero, en el que el aumento de la aversión al riesgo llevase a los inversores a pedir una mayor remuneración por los activos de EE.UU. y que provocase una depreciación del dólar, significaría un notable aumento de las rentabilidades de la deuda en esta economía. Un error de política monetaria, que implicase tasas de interés oficiales demasiado altas y provocase un desplome del precio de los activos inmobiliarios, conduciría a una significativa recesión y a un descenso de tasas de interés en el futuro. Evidentemente, cualquiera de estos escenarios tendría consecuencias más negativas sobre el precio de los activos si fuera acompañado de un aumento de la inflación, en un contexto en el que las ganancias de productividad en EE.UU. se pusieran en duda y hubiera un retroceso en la globalización, derivado de la adopción de medidas proteccionistas en el comercio mundial. El mapa de riesgos, en consecuencia, es diverso y el detonante de un ajuste, difícil de anticipar.

En todo caso, cuando se hace un balance entre los factores de soporte y los elementos de riesgo, se concluye que la probabilidad de estos escenarios de ajuste en el contexto actual resulta reducida.

Tasas de largo plazo con recorrido limitado y dólar estable

En consecuencia en el escenario central para las economías, la pendiente de la curva de deuda en EE.UU. se mantendrá relativamente plana, aunque a medida que aumente la incertidumbre sobre la política monetaria y se ralenticen algunos de los flujos de capitales de no residentes, podría mostrar una ligera inclinación. Las tasas de interés de largo plazo se situarán en el 4,8% y en el 5,1% en promedio en 2006 y 2007, respectivamente.

En Europa, las tasas de largo plazo que han descendido significativamente en 2005, se mantendrán en niveles históricamente bajos debido al escaso recorrido al alza esperado para las tasas de interés oficiales y a la demanda de activos de largo plazo de los inversores domésticos, en gran medida como consecuencia de medidas regulatorias. Así, en promedio, las tasas a diez años en Europa se situarán en 3,7%y 4,1% en 2006 y 2007, casi un punto por debajo de los de EEUU. Este diferencial de tasas de interés seguirá siendo uno de los principales soportes del dólar que con el euro se mantendrá en un rango estable en el entorno del 1,21 en 2006 y del 1,25 en 2007. Ahora bien, la situación de la balanza corriente en EEUU implica un balance de riesgos a la baja para el dólar.

II. Entorno macroeconómico

¿Cómo sería el crecimiento económico en el presente año?

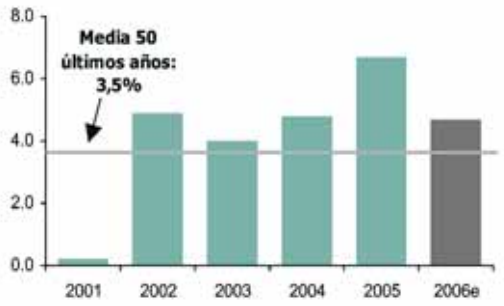
La reciente evolución de los indicadores macroeconómicos del 2005 reflejan que el año anterior ha sido uno muy bueno para la economía peruana. La actividad económica alcanzó un crecimiento real de 6,7%, nivel superior al estimado por el mercado; la balanza comercial registró un superávit de 6,6% del PBI; la meta de déficit fiscal se sobrecumplió, al ser de -0,4% del PBI; mientras que la inflación cerró el año en 1,5%, ubicándose en el límite inferior del rango meta.

Dichos resultados sirven de base para la actividad económica en el 2006. Así, se espera que la economía mantenga un ritmo de expansión importante, aunque inferior al observado en el 2005, cercano a su nivel potencial. De esta forma, se estarían registrando 5 años consecutivos de crecimiento económico a tasas por encima del ritmo histórico promedio de la economía peruana.

En general, se prevé que las principales características del crecimiento económico en el 2005 se mantengan vigentes en este año. En este sentido, se considera:

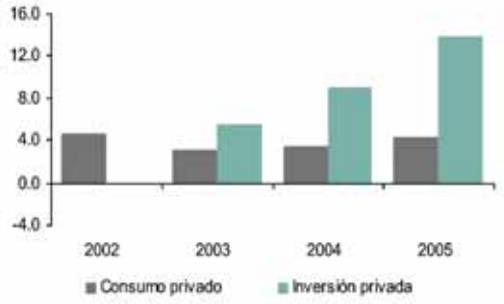
- Un contexto internacional todavía favorable, donde la actividad económica mundial se mantiene relativamente dinámica, similar a la del año pasado, a pesar de los elevados precios del petróleo. Asimismo, se espera que el ciclo alcista en las tasas de interés internacionales, específicamente la de la Reserva Federal, llegue a su fin, ubicándose en una posición más neutral (alrededor del 5,0%).
- Las exportaciones seguirían creciendo de manera sostenida, consolidando la fortaleza de la cuenta corriente, la cual debiera ser positiva por segundo año consecutivo. Asimismo, las cotizaciones *spot* y de los futuros de las principales materias primas exportadas por el Perú (metales) vienen mostrando una tendencia alcista en las últimas semanas, lo cual podría incrementar aún más el valor de nuestras exportaciones.
- La inversión privada registraría una desaceleración en su ritmo de crecimiento, pero seguiría expandiéndose a niveles cercanos al 10%. Asimismo, sus principales destinos serían los proyectos mineros y energéticos y, en menor medida, las actividades industriales favorecidas por el dinamismo de la demanda interna y/o exportaciones.
- El consumo privado seguiría apuntalado por la generación de empleo y por las mejores expectativas de los agentes privados. Cabe mencionar que, en enero el empleo urbano a nivel nacional registró un incremento cercano al 6,0%; mientras que el índice de confianza del consumidor (INDICCA), en los últimos meses, viene registrando niveles máximos y alcanzado el rango optimista.

PBI
(var. % interanual)



Fuente: Banco Central de Reserva

Componentes de la demanda interna
(var. % real)

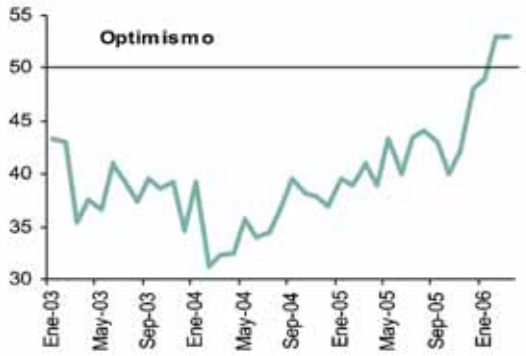


Fuente: Banco Central de Reserva

Demanda agregada real: últimos datos trimestrales

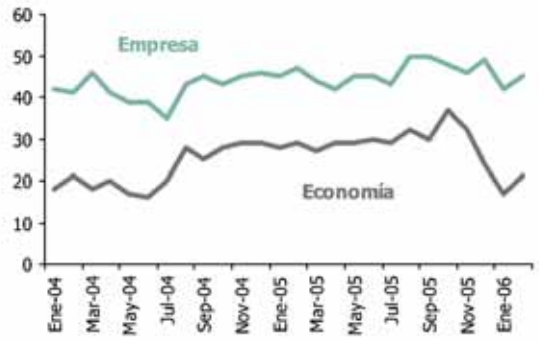
(variación % real interanual)	I-05	II-05	III-05	IV-05
Consumo total	4,6	4,6	4,7	6,1
Privado	4,0	4,4	4,5	4,7
Público	10,4	6,0	5,9	15,7
Formación Bruta de Capital Fijo	6,1	12,8	14,6	19,8
Privada	6,5	13,4	16,3	19,0
Pública	3,6	8,5	5,5	22,6
Demanda Interna	5,0	5,0	6,1	6,7
Exportaciones de Bienes y Servicios	18,8	17,7	8,4	13,4
Importaciones de Bienes y Servicios	12,3	11,0	7,7	9,3
PBI	**6,4**	**6,2**	**6,3**	**7,7**

Índice de confianza del consumidor (en puntos)



Fuente: Apoyo Consultoría

Expectativas de mejoría en los próximos 3 meses para la empresa y la economía (en porcentaje)



Fuente: Banco Central de Reserva

- El gasto público continuaría expandiéndose, tomando en consideración la mayor disponibilidad de ingresos fiscales, generados por los altos precios de los metales y por el dinamismo propio de la actividad económica. Cabe recordar que al primer trimestre del presente año, la recaudación por Impuesto a la Renta registró un crecimiento real de alrededor del 40%.
- El exceso de liquidez existente en el sistema financiero y las tasas de interés locales aún por debajo de su nivel promedio de los últimos años, seguirían generando un impulso favorable para el acceso al financiamiento a bajo costo.
- La reciente firma del Tratado de Libre Comercio con Estados Unidos, aunque aún está pendiente la ratificación por parte de ambos Congresos, sería otro factor positivo a considerar en el crecimiento de las exportaciones y de la actividad económica en su conjunto.

Por el lado sectorial, se espera una expansión importante de las actividades vinculadas a los sectores no primarios, tales como la construcción, manufactura, especialmente agroindustria y textiles, comercio y servicios.

Cabe indicar que si bien las cifras del PBI al primer bimestre del año reflejan un menor dinamismo respecto a similar periodo del 2005 (4,7% frente al 7,1%), éstas no deben entenderse como una señal de alerta, ya que dichos datos nos confirman que la fase de expansión de la economía peruana continúa vigente.

En este periodo, destaca de manera notoria el fuerte dinamismo del sector Construcción, el cual registra tasas de crecimiento superiores al 14%, como resultado del impulso proveniente de obras residenciales (programa Mivivienda) y de infraestructura. Por su parte, la manufacturera viene acumulando 26 meses consecutivos de expansión gracias, principalmente, al comportamiento de la industria fabril no primaria.

Por ello, nuestro estimado del crecimiento del PBI para el año 2006 sigue manteniéndose en 4,7%.

No obstante lo anterior, hay que tener presente que si bien hay muchas similitudes respecto al año anterior, también existen diferencias significativas. La más importante de ellas es la realización de las elecciones generales, tanto presidenciales como legislativas, que viene afrontando el Perú. Este proceso viene induciendo cierto grado de incertidumbre sobre los mercados financieros.

Sectores productivos: últimos datos trimestrales

(% anual)	IV-04	I-05	II-05	III-05
PBI	**6,4**	**6,2**	**6,3**	**7,7**
Agropecuario	2,1	6,4	4,8	6,0
Pesca	15,5	2,1	-5,6	-2,3
Minería	0,9	5,4	11,8	16,3
Manufactura	7,2	8,5	7,0	5,3
- Primaria	4,7	4,7	3,4	3,1
- No Primaria	7,7	9,5	7,8	5,9
Construcción	2,8	7,4	10,9	13,3
Comercio	7,7	7,0	5,6	4,3
Servicios	7,8	5,7	5,5	8,0

Si vemos la experiencia mostrada en la reciente primera vuelta electoral, se observa un periodo de volatilidad en las variables financieras, principalmente en el tipo de cambio, riesgo país y la bolsa de valores, mayor a la observada en los trimestres previos. Cabe precisar que este comportamiento es usual en periodos electorales.

Así, si uno revisa la experiencia peruana del primer semestre del 2001, o de cualquier otro país latinoamericano que se haya encontrado en un proceso electoral, observará movimientos similares de dichas variables, e inclusive quizás aún más drásticos. (Para una mayor referencia, ver el recuadro **"La política, la economía y la segunda vuelta electoral"**).

¿Aproximándonos a un escenario de *stress* político?

Hasta el momento, el actual proceso electoral sólo ha generado una mayor volatilidad en las variables financieras, sin que ello haya afectado de manera significativa el dinamismo de la actividad económica.

Sin embargo, no se puede descartar que un escenario de *stress* político pueda desarrollarse en los próximos meses y que ello pueda inducir:

- Un incremento significativo del riesgo país por una mayor desconfianza por parte de los agentes económicos tanto nacionales como internacionales.
- Presiones depreciatorias sobre el tipo de cambio, lo que podría inducir efectos de "hoja de balance" y afectar la actividad económica. Sin embargo, la holgada posición de reservas internacionales, le otorgaría al Banco Central de Reserva un margen suficiente amplio para contener estos eventos.
- Un mayor grado de dolarización de la economía.
- Presiones inflacionarias debido al *pass-through* del tipo de cambio hacia los precios.

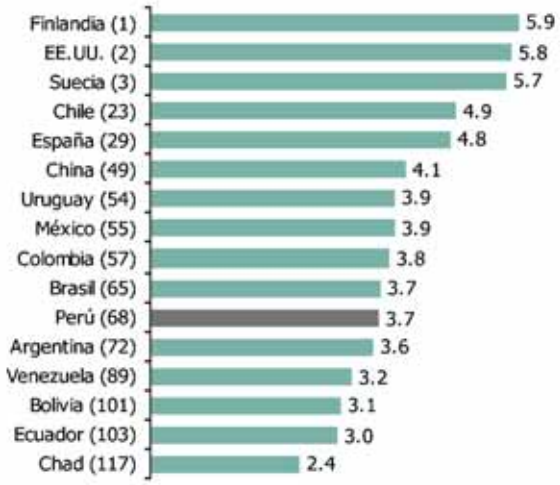
Es difícil que esta situación extrema llegue a materializarse en el Perú, ya que si bien las principales agrupaciones políticas muestran diferencias significativas en sus planteamientos, al revisar las propuestas económicas de sus respectivos planes de gobierno, se encuentran una serie de coincidencias importantes en el ámbito de la estabilidad macroeconómica:

- Mantener la independencia de la política monetaria a través de un Banco Central autónomo, el cual continuará implementando el esquema de metas de inflación (*inflation targeting*).
- Consolidar la disciplina actual en la política fiscal: No exceder un déficit del 1,0% del PBI, buscar medidas para ampliar la base tributaria, aumentar la inversión privada, entre otras.
- Continuar con la promoción de la inversión publica mediante las asociaciones público privadas (APP), especialmente en las obras de infraestructura vial.

En tanto estos compromisos de mantener la estabilidad macroeconómica se conserven en la práctica, la economía internacional continúe creciendo de manera sólida y se respeten las mejoras institucionales ya ganadas, no se esperaría un mayor impacto del ruido político sobre las actividades del sector real.

Perú: Competitividad a nivel internacional

Índice de Competitividad del Crecimiento: Posición relativa y valor del índice



Fuente: World Economic Forum

Cambios en el Índice de Competitividad del Crecimiento

País	2003	2004	2005	2003-2005
Finlandia	1	1	1	0
Estados Unidos	2	2	2	0
Chile	28	22	23	5
España	23	23	29	-6
México	47	48	55	-8
Brasil	54	57	65	-11
Perú	**57**	**67**	**68**	**-11**
Argentina	78	74	72	6
Total de países	102	104	117	

Fuente: World Economic Forum

Las diferencias en los niveles de bienestar entre las diversas naciones están asociadas principalmente a los factores de producción y su productividad, que a su vez determina la tasa de retorno de la inversión y, junto con el crecimiento de la población, la capacidad de crecimiento de la economía en el mediano y largo plazo.

Los factores relacionados con la capacidad de crecimiento sostenido han sido abordados, entre otros, por el World Economic Forum (WEF)[1/]. Dicha institución publica el reporte anual "*The Global Competitiveness Report*", que analiza la competitividad de una serie de economías, en donde dicho concepto se define como el conjunto de factores, políticas e instituciones que determinan el nivel de productividad de la economía de un país.

¿Cómo podemos medir la competitividad internacional?

El WEF construye y publica el *Growth Competitiveness Index* (GCI) -Índice de Competitividad del Crecimiento- con base en tres subíndices de competitividad: tecnología, instituciones y entorno macroeconómico desarrollado, con el cual se puede cuantificar la posición relativa de los países en relación con su capacidad de crecimiento. Dichos índices se basan en la ponderación de un número amplio de indicadores, considerando datos estadísticos publicados y opiniones derivadas de sus encuestas, y contemplando aspectos macroeconómicos, tecnológicos, de instituciones públicas y de infraestructura.

Es importante mencionar que el número de países analizados ha aumentado considerablemente con el pasar de los años. Así, en 1979 la muestra consideraba sólo a 16 economías; mientras que en el 2005, la muestra aumentó a 117[2/].

¿Qué nos dicen los resultados?

El GCI muestra que Finlandia y EE.UU. se ubican en los primeros lugares. En Latinoamérica, Chile lleva una ventaja clara al resto y Perú se ubica en un lugar intermedio. Si bien estos resultados eran de esperarse, la verdadera importancia del índice radica en que permite tener una idea más clara y nítida acerca de las debilidades y fortalezas de cada país. Tomando en consideración los últimos resultados, podemos sacar dos conclusiones respecto al caso peruano.

a. La competitividad de Perú dentro del promedio de la región y sin avances en los años recientes

De acuerdo con el índice elaborado por el WEF, la posición competitiva de Perú pasó, entre 2003 y 2005, del lugar 57 al 68, pero el número de países analizado pasó de 101 a 117, por lo tanto, no se pude afirmar que se deterioró la situación competitiva relativa del país toda vez que la introducción de nuevos países no se hace con carácter retroactivo. Así, cuando se normaliza la información a 100 participantes, la posición competitiva se mantiene inalterada, ya que se ubica en el puesto 58.

b. Perú en desventaja ante sus principales competidores

Para entender de manera sencilla la posición relativa de Perú y del resto de países latinoamericanos en el 2005, se ha normalizado a 100 la muestra disponible y luego se clasifica el total de países en cuartiles. Así, se encuentra que: 1) Perú está en una situación intermedia baja, al colocarse por debajo de la zona intermedia de la tabla general, sólo superando a 10 economías de la región, tales como Argentina y Venezuela; 2) Chile además de ser el país latinoamericano mejor posicionado, cuenta una distancia relativamente grande con respecto al resto de países. Cabe destacar que sus indicadores de competitividad lo sitúan a la par de una economía desarrollada.

Analizando con más detalle los diferentes subíndices que conforman este indicador, se encuentra que, si bien el Perú ocupa el lugar 68 en el GCI total, en el rubro de Instituciones Públicas se ubica en el puesto 59; mientras que en los de variables macroeconómicas y tecnología, se ubica en los puestos 70 y 75, respectivamente.

Perú: Evolución en el ranking según el Índice de Competitividad del Crecimiento

Año	Países en la Muestra	Puesto del Perú	
		Relativo	Normalizado*
1997	53	40	75
1998	53	37	70
1999	59	36	61
2000	59	48	81
2001	75	55	73
2002	80	54	68
2003	102	57	56
2004	104	67	64
2005	117	68	58

* Normalizado a una muestra de 100

Fuente: World Economic Forum

Componentes del Índice de Competitividad del Crecimiento

País	Total	Tecnología	Instituciones Públicas	Variables Macro
Finlandia	1	2	5	4
Estados Unidos	2	1	18	23
Chile	23	35	22	15
España	29	27	36	24
México	55	57	71	43
Brasil	65	50	70	79
Perú	**68**	**75**	**59**	**70**
Argentina	72	59	74	86

Fuente: World Economic Forum

Si comparamos estos componentes a nivel de la región, en el primero de ellos, el Perú sólo es superado por Chile y Colombia; mientras que en el de tecnología, además de Chile, países como México, Argentina y Brasil se ubican por encima de nosotros.

La posición competitiva tiene expresiones concretas en variables tangibles. La competitividad es un reflejo de la productividad y ésta de los costos de producción y calidad de los bienes y servicios de la economía. La burocracia, la calidad en la asignación del gasto público, las deficiencias en el estado de derecho, el rezago en los servicios públicos (educación, salud, falta de infraestructura), entre otras variables, influyen en los costos de producción y disminuyen la rentabilidad de las empresas, castigando el bienestar de la población y afectando el crecimiento potencial de la economía en el mediano y largo plazo.

En consecuencia, el Perú debe avanzar en todos los campos pero particularmente en aquellos en que su posición relativa es más baja: tecnología. Se estima que el gasto en Inversión y Desarrollo en nuestro país es alrededor del 0,1% del PBI, siendo uno de los más bajos de la región. En países como Brasil y Chile, éste representa, como porcentaje del PBI, el 1,1% y 0,6%, respectivamente. Si bien el énfasis debe darse en los componentes donde se observan mayores rezagos, el avance debe de ser generalizado. No basta con tener estabilidad y/o crecimiento sostenido, también es necesario hacerlo mejor que otros países y además contar instituciones públicas modernas y competitivas y con acceso y aplicación a tecnologías de punta. En otras palabras, la competitividad es la combinación de múltiples factores, no de uno solo.

Conclusiones: la productividad como camino para elevar el crecimiento

A pesar de algunas limitaciones de los índices de competitividad, estos son instrumentos valiosos para entender los factores determinantes del crecimiento económico, la interrelación de dichas variables y su evolución en el tiempo. La posición relativa de la competitividad de un país en una lista determinada depende de la metodología, del número de casos analizados y del tipo de países incorporados en cada índice, consecuentemente su análisis y conclusiones deben hacerse con cuidado. Por ejemplo, México está clasificado en el quinto decil con un índice y en el décimo con el otro. Para cada país, la comparación más relevante es contra sus principales competidores. Además, la referencia a otros países de desarrollo similar puede ser útil para ver lo que es posible lograr con medidas adecuadas. En el Perú, la evaluación reciente sugiere que los avances en la estabilidad económica aún no son suficientes para mejorar la posición competitiva total del país . El reto ahora, una vez alcanzada la estabilidad macroeconómica es avanzar en la productividad como el camino más sólido y permanente para elevar el crecimiento potencial de la economía.

Sergio Salinas Meza
ssalinas@continental.grupobbva.com

Bibliografía

- World Economic Forum: “The Global Competitiviness Report”. Diversos años
- BBVA Bancomer (2005): “Situación México: Primer trimestre”.

[1/] Cabe mencionar que existen otra serie de estudios que miden el nivel de competitividad tales como el “World Competitiviness Yearbook”, elaborado por el IMD, el cual lamentablemente no considera al Perú en su muestra.

[2/] Dado el incremento de la muestra, en algunos casos se optará por normalizar la serie disponible (a 100) para así hacer comparable la evolución en el tiempo.

Índice de precios al consumidor y subyacente (var. % últimos 12 meses)

Fuente: BCRP

Inflación (Tasa acumulada últimos 12 meses)

	Ponderación	2005 Diciembre	2006 Marzo
Indice General	100.0	1.49	2.50
Alimentos y bebidas	47.5	1.19	3.11
Vestido y Calzado	7.5	1.47	1.46
Alquiler Viv., Combustible y Electr.	8.8	2.42	3.24
Muebles y Enseres	4.9	1.16	1.35
Cuid. y Conserv. de Salud	2.9	2.40	1.48
Transportes y Comunicación	12.4	2.69	2.45
Enseñanza y cultura	8.8	1.41	1.94
Otros bienes y Servicios	7.0	-0.21	0.25

Fuente: BCRP

Inflación en el centro del rango objetivo

Al cierre de marzo, la inflación acumulada en los últimos doce meses fue de 2,5%, ubicándose en el centro del rango objetivo establecido por el Banco Central (entre 1,5% y 3,5%). Esta evolución refleja el incremento en los rubros de Alimentos y Bebidas (3,1%), Combustibles para el Hogar (6,4%), Combustibles para el Transporte (9,3%). En el caso de los Alimentos, destacan los aumentos en los precios de los tubérculos (40,6%), frutas (16,9%), café (15,2%), y hortalizas y legumbres (12,7%), principalmente, debido a factores estacionales. En cuanto a los mayores precios internos de los combustibles, su evolución ha estado ligada, principalmente, a la cotización internacional del barril de petróleo.

Sin embargo, ritmo mensual se acelera

Entre los meses de diciembre y marzo, la inflación mensual se ha ubicado por encima de 0,4%. Desde el mes de diciembre, la inflación mensual ha mostrado una aceleración, registrando un nivel promedio de 0,5%, que en términos anualizados equivale a 6,0%. Cabe destacar que el incremento en el ritmo inflacionario responde, principalmente, a choques de oferta. Sin embargo, si éstos muestran una alta persistencia, existe el riesgo de que las expectativas de inflación se exacerben.

La inflación subyacente se recupera

Desde el mes de noviembre, la inflación subyacente que publica el Banco Central viene mostrando una tendencia creciente, habiendo pasado de 1,0% a 1,4% al cierre de marzo. Si bien este indicador pretende capturar las presiones de demanda sobre la inflación, una revisión de los rubros que explican la trayectoria reciente de la inflación subyacente mostraría que su aumento se explicaría, principalmente por factores de carácter estacional y transitorios . Así, entre los rubros que han venido induciendo esta dinámica destacan Educación (3,2%, incremento de carácter estacional), Servicios (2,5%) y Alquileres (1,8%, asociado a la depreciación de la moneda).

¿Qué se espera para los siguientes meses?

Es probable que en el corto plazo, la dinámica de la inflación se vea influenciada por alzas en los precios de algunos alimentos y por ajustes en precios regulados. Así, se estima que la inflación del mes de abril refleje el impacto del incremento en el precio del pan, en tanto que en mayo podría darse una elevación en las tarifas de agua, considerando el rezago que actualmente muestran.

Es importante destacar que las eventuales presiones de demanda que podrían desarrollarse en el actual contexto de expansión, vienen siendo anticipadas oportunamente por el Banco Central mediante incrementos en la tasa de referencia.

Así, posiblemente la inflación muestre una aceleración en los próximos dos o tres meses. Sin embargo, esa tendencia estaría asociada a choques de oferta, de carácter transitorio, que deberían revertirse durante el segundo semestre del año.

Precios: últimos datos mensuales

(% mensual)	Dic-05	Ene-06	Feb-06	Mar-06
Indice de Precios al Consumidor-IPC	0,42	0,50	0,55	0,46
Indice de Productos Transables	0,06	0,01	0,19	0,42
- Alimentos Transables	-0,12	-0,42	0,31	0,91
- Combustibles	-0,30	-0,02	-0,13	0,00
Indice de Productos No Transables	0,66	0,85	0,82	0,47
- Alimentos No Transables	1,31	2,81	2,54	0,68
Indice Subyacente	0,24	0,13	0,09	0,41
Indice de Precios al por Mayor-IPM	0,88	0,49	-0,13	0,38
Indice de Precios-Maquinaria y Equipo	1,14	-0,31	-2,04	0,60
Indice de Precios-Materiales de Construcción	0,41	0,01	-0,03	0,63

III. Entorno Financiero

Política monetaria sigue moviéndose hacia una posición más neutral

En diciembre del 2005 el Banco Central inició una secuencia de alzas consecutivas de la tasa de referencia, luego de catorce meses de mantenerla inalterada en 3,0%. Así, en las últimas cinco reuniones de política monetaria, el Directorio del BCR acordó elevar dicha tasa en 25 puntos básicos en cada ocasión, con lo que pasó a ubicarse en 4,25% a inicios de abril.

En las Notas Informativas que se publican luego de las reuniones de política monetaria, el Banco Central ha venido enfatizando que los incrementos en la tasa de referencia son compatibles con una inflación dentro del rango objetivo de 1,5% a 3,5%, y un crecimiento del PBI de 5,0%; es decir se mantendría la expansión económica sin presiones inflacionarias.

Asimismo, el BCR ha manifestado que los ajustes en su tasa de política permitirán prevenir situaciones de mayor volatilidad cambiaria, conclusión que se desprende luego de haber reducido el rezago que mantenía la tasa de referencia con su similar en moneda extranjera. Esta situación podría verificarse a medida que nos aproximemos a la segunda vuelta electoral.

En el corto plazo, el desarrollo del proceso electoral podría inducir presiones sobre el tipo de cambio, por lo que no se descarta un mayor endurecimiento de la política monetaria. Cabe agregar que el BCR ha manifestado que está dispuesto a reanudar sus intervenciones cambiarias para evitar movimientos cambiarios bruscos, para lo cual recurriría a las ventas de dólares en el mercado spot, medida que podría implementar sin mayores restricciones debido al holgado nivel de su posición de cambio. Adicionalmente, colocaría certificados indexados al tipo de cambio, instrumento financiero que actúa como activo de cobertura ante el riesgo cambiario. Con ello, el BCR buscaría evitar impactos negativos sobre la inflación y, principalmente, sobre el producto (por el efecto de "hoja de balance").

Banco Central enfrentó dificultades para inyectar soles

En los últimos días del mes de marzo, la tasa interbancaria registró un notable incremento, ubicándose en 4,76%, 76 pbs. por encima de la tasa de referencia del Banco Central vigente en esos momentos (4,0%). Esta elevación sustancial de la tasa interbancaria se dio en un contexto de regularización del impuesto a la renta (que este año se incrementó de manera notable), lo que generó un déficit de liquidez que no pudo ser atendido de manera adecuada por las operaciones de reporte (repos) que realiza el Banco Central.

El problema para la provisión de liquidez se generó porque una buena parte de los Certificados de Depósitos (CDBCRP) y/o Bonos del Tesoro Público (BTP) en manos de las entidades bancarias ya habían sido comprometidos en operaciones de reporte. Asimismo, los límites que tiene el BCR para adquirir títulos del Tesoro en el mercado secundario (5% del saldo de la emisión primaria al cierre del año previo) también restringieron la posibilidad de realizar repos con BTP. Adicionalmente, se estima que los bancos que aún disponían de CDBCRP para participar en las subastas de repos y que podían intermediar los fondos obtenidos, se encontraban cerca de sus límites de exposición para préstamos a otras entidades.

Tasas de referencia: BCRP y FED (en porcentaje)

Fuente: BCRP y FED

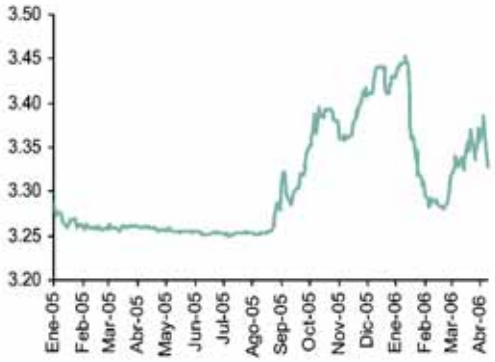
Tasa interbancaria en moneda nacional (en porcentaje)

Fuente: Banco Central de Reserva

Moneda y crédito: últimos datos mensuales

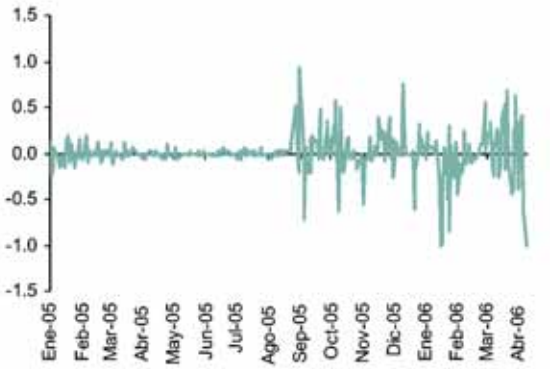
(millones de nuevos soles)	Dic-05	Ene-06	Feb-06	Mar-06
Tipo de Cambio Interbancario Promedio (S/. por $)	3,426	3,395	3,289	3,344
Emisión Primaria Fin de Período	11.724	10.882	10.918	11.010
Liquidez Total	66.645	66.962	65.807	n.d.
Liquidez ME / Liquidez Total (%)	54,8	55,4	55,7	n.d.
Reservas internacionales (m.M. $)	14.097	14.139	13.989	14.472
Tasa de Interés Interbancaria en MN (%)	3,3	3,6	3,8	4,1
Tasa de Interés Interbancaria en ME (%)	4,2	4,1	4,1	4,3
Crédito al Sector Privado en MN (var.% Y/Y)	34,5	38,3	41,2	n.d.
Crédito al Sector Privado en ME (var. % Y/Y)	4,8	0,4	1,3	n.d.
Tasa de Morosidad (%)	2,1	2,3	2,3	2,1

Tipo de cambio (S/. x US$)



Fuente: Banco Central de Reserva

Volatilidad diaria del tipo de cambio (en porcentaje)



Fuente: Banco Central de Reserva

El instrumento de inyección al cual hubieran podido acudir los bancos eran los swaps de moneda extranjera con el Banco Central (contratos de ventas de dólares con compromiso de recompra). Sin embargo, no lo hicieron debido a la incertidumbre asociada a la coyuntura electoral.

En este contexto, el Banco Central aprobó las siguientes medidas para facilitar la provisión de liquidez al sistema:

I. Los certificados indexados al tipo de cambio (CDRBCRP) podrán ser usados en la subasta de repos y como garantías para los préstamos de última instancia (redescuentos). Cabe aclarar que estos papeles podrán ser usados en tanto que las entidades no cuenten con CDBCRP o BTP disponibles, y en función a los requerimientos de liquidez del mercado. En este sentido, el Banco Central mantiene la discrecionalidad en el uso de los CDRBCRP para las operaciones monetarias, con lo cual se minimiza el grado de liquidez que se le estaría otorgando a este instrumento indexado al tipo de cambio.

II. Para las repos directas se podrán utilizar títulos valores del sector privado no financiero en soles. Sin embargo, cabe señalar que actualmente las entidades bancarias no tienen un stock importante de valores del sector privado no financiero, lo que en la práctica implica que esta posibilidad no está operativa.

Adicionalmente, el Banco de la Nación ha empezado a realizar subastas de depósitos con la banca, lo que permitirá que parte de la liquidez que ha sido esterilizada por la regularización del impuesto a la renta sea reciclada hacia el sistema.

Se espera que con estas acciones se normalice la disponibilidad de liquidez de la banca, lo que, a su vez, facilitaría una convergencia gradual de la tasa interbancaria hacia niveles compatibles con el nivel de referencia aprobado por el Directorio del BCR a inicios de abril (4,25%). No obstante, no se descarta que ante eventuales movimientos especulativos el Banco Central podría optar por restringir temporalmente la liquidez.

Tipo de cambio

En los días previos a la realización de las elecciones generales, el tipo de cambio se ubicó alrededor de S/. 3,37 por dólar, lo que implicó una depreciación del sol de 2,4% con relación a los primeros días del mes de marzo. Esta evolución reflejó la mayor demanda por contratos *forwards* [1/] y de dólares en el mercado *spot*. Sin embargo, un conjunto de factores ha permitido atenuar las presiones de demanda en el mercado cambiario, lo que ha evitado una mayor depreciación del sol: (i) venta de dólares por parte de grandes contribuyentes (empresas mineras, por ejemplo) para cumplir con la regularización del impuesto a la renta, (ii) oferta de dólares, por aproximadamente US$ 400 millones, realizada para la adquisición de acciones de una importante empresa del sector cervecero, y (iii) una relativa estrechez de la liquidez bancaria.

En las siguientes semanas, el desarrollo de la segunda vuelta electoral podría inducir eventos de volatilidad cambiaria, ante los cuales el BCR reaccionaría oportunamente. A partir el segundo semestre, en la medida que el candidato ganador de las señales adecuadas, el tipo de cambio debería moverse en línea con sus fundamentos.

1/ Al 4 de abril , el saldo neto de ventas *forwards* fue de US$ 1 570, superior en US$ 543 millones al monto registrado al cierre del año anterior, de los cuales US$ 470 millones corresponden al incremento registrado en el mes de marzo.

Mercados: últimos datos mensuales

	Dic-05	Ene-06	Feb-06	Mar-06
Índice General de la BVL (variación %)	-4,6	17,3	7,9	-2,6
Índice Selectivo de la BVL (variación %)	-4,9	22,0	7,6	-2,4
Capitalización Bursátil (millones de US$)	36.212	38.558	41.181	38.356
Bonos del Sector Privado (saldo millones de US$)	3.760	3.884	3.984	n.d.
Bonos del Sector Privado (colocación mill. de US$)	181	104	141	n.d.
Bonos del Sector Privado (redención mill. de US$)	64	26	47	n.d.
Bonos del Sector Público (saldo millones de S/.)	11.555	11.527	11.669	n.d.
SPP-Valor del Fondo (millones de US$)	9.455	10.211	10.424	n.d.
SPP-número de afiliados (millones de personas)	3,64	3,66	3,67	n.d.

La política, la economía y la segunda vuelta electoral

Resultados de la primera vuelta electoral (% de votos válidos)

Fuente: ONPE

Tipo de Cambio (S/. x US$)

Fuente: Banco Central de Reserva

Un escenario de incertidumbre

Anticipándose que la elección del nuevo presidente recién se conocerá en una segunda vuelta electoral, se mantiene en el horizonte un escenario de incertidumbre política que se extendería hasta comienzos de junio. De acuerdo a la encuesta de Apoyo Consultoría del 1 de abril para una segunda vuelta (la última conocida al cierre de esta edición), los resultados obtenidos son aún de escasa confiabilidad, debido a que el porcentaje de votos que no terminan de definirse por una alternativa, fluctúa alrededor del 20%, lo cual es síntoma que el voto definitivo se encuentra todavía en proceso de formación.

La política y la economía

A partir de la revisión de escenarios político-electorales, como fueron las elecciones presidenciales de abril y mayo de 2001, puede destacarse dos características importantes: (i) las variables financieras de corto plazo (tasas de interés, tipo de cambio, riesgo país y bolsa de valores) se vieron afectadas de manera importante, alcanzando niveles picos, en la semana previa a la segunda vuelta; (ii) estos efectos no fueron permanentes, sino muy por el contrario, pasado este período y observándose que el nuevo gobierno mantenía criterios de estabilidad económica, las variables financieras retornaban a los niveles originales. Incluso, utilizando modelos econométricos, a partir de un modelo VAR-irrestricto, se confirma la transitoriedad del *shock* político (ver **Situación Perú, III Trimestre 2005**).

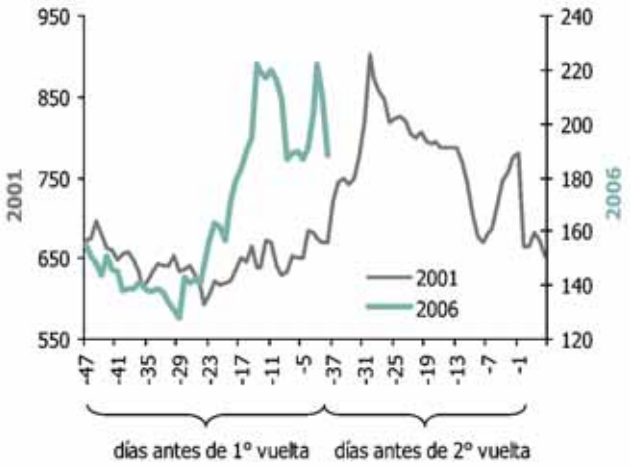
Tomando como base lo anterior, se pueden encontrar tendencias relativamente similares en el comportamiento de las variables financieras durante el período electoral 2001 y el actual del 2006. No obstante, es preciso señalar que en el proceso vigente, algunas variables económicas han respondido con mayor volatilidad, e incluso, con una anticipación mayor. Así, a diferencia del proceso electoral 2001, donde prácticamente no se registran escenarios de volatilidad económica previo a la primera vuelta, en el proceso actual, las variables financieras se tornaron más sensibles desde el cuarto trimestre de 2005 cuando las encuestas registraron algunos resultados inesperados. También de la comparación de ambos procesos, se desprende que el escenario de "*stress* político" podría no haber llegado todavía, ya que éste suele producirse entre la primera y la segunda vuelta, haciéndose incluso más acentuado el efecto sobre los indicadores financieros en tanto nos aproximemos a esta última fecha.

Evidentemente, el escenario electoral 2006, respecto al del 2001, guarda claros matices en cuanto a la coyuntura económica enfrentada. En efecto, el escenario de las elecciones generales anteriores, encontraba a la economía peruana, todavía recuperándose de lo que significaron las crisis asiática, brasilera, rusa, así como el shock político que significó la finalización abrupta del gobierno de Fujimori. Adicionalmente, el escenario económico mundial no era todavía suficientemente favorable, y los indicadores financieros eran, en general, preocupantes. En contraste, el 2006 encuentra a la economía peruana en plena fase expansiva y en sincronía con el escenario internacional, con los precios de los metales al tope, con una salud del sistema bancario nunca antes observado, así como con un nivel de reservas suficientes para enfrentar situaciones de vulnerabilidad.

Tasa interbancaria en soles
(en porcentaje)

Fuente: Banco Central de Reserva

EMBI+ Perú
(en puntos básicos)



Fuente: JP Morgan

¿Y pasada la segunda vuelta?

El análisis de escenarios de stress políticos en períodos previos, nos permitiría anticipar que los shocks producidos sobre las variables financieras tienden a ser temporales. En general, las volatilidades presentadas responden a la incertidumbre generada por los mensajes dados durante la campaña electoral, a los que los agentes económicos tienden a responder con cierta sensibilidad.

Normalmente, una vez que el candidato es electo, y se devela que sus acciones en política económica no distan de lo que un país requiere en términos de estabilidad económica (fiscal y monetaria) y de respeto a las instituciones (reglas de juego), los mercados tienden a calmarse. En el caso de que algunas candidaturas se encuentren "cargadas" de ciertas dudas en cuanto a su manejo económico, el mercado normalmente requerirá ciertas "señales" por parte de éstas, incluso antes de ser elegidas.

En ese sentido, un caso que puede servir de ejemplo es el de Inazio Lula Da Silva, actual presidente de Brasil, a quien los mercados inicialmente no le tenían confianza, generándose un escenario de volatilidad financiera, que contagió a la región. Una vez, sin embargo, que éste dio claras señales, como por ejemplo, poner al mando del Banco Central, a una persona seria en manejo económico -y reconocida por los mercados- y luego de tomar algunas medidas dirigidas a controlar la inflación, estabilidad fiscal y promoción de la inversión privada sin discriminación, calmó rápidamente a los mercados.

En esa misma línea, los mercados estarán muy atentos a las decisiones que tome el ganador de las elecciones. Ahora más que nunca, serán importantes la transmisión de señales claras que busquen preservar la estabilidad macroeconómica y la intención de participar activamente en un mundo más globalizado, abierto y competitivo, donde la presencia del capital privado (nacional y extranjero) es vital.

David Tuesta
davidtuesta@continental.grupobbva.com

IV. Artículo

Algunas consideraciones respecto a la labor de la banca estatal

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

El siglo XXI ha comenzado con aires de reimpulsar el rol de la banca estatal en el Perú después de que ésta fuera reducida a su mínima expresión durante los noventas. Así, hemos sido testigos en los últimos años de la fundación de Agrobanco, así como el nuevo rol del Banco de la Nación con créditos de consumo para trabajadores del sector público, con descuento por planillas; es más, ahora último está en debate la posibilidad de ampliar las operaciones de esta institución para que pueda participar en el negocio de los créditos a la pequeña empresa. Considerando estas tendencias, se hace necesario tratar de sentar brevemente en este artículo, algunas reflexiones desde la literatura económica respecto al papel de la banca estatal.

¿Cuál es el rol del Estado en la economía?

Para entender la lógica de la banca estatal, primero discutamos cuál es el rol del estado, desde una perspectiva amplia. La teoría, tiende a circunscribirlo en estos cuatro aspectos: (i) **el rol regulador**; donde el estado puede intervenir corrigiendo los resultados ineficientes a los que puede conducir la labor irrestricta del mercado. Una de las fallas más recurrentes en los sistemas financieros es el de la información; (ii) **el rol re-distributivo**; vinculado con el hecho que el mercado puede generar resultados considerados injustos.; (iii) **el rol estabilizador**; relacionado a la responsabilidad del Estado de evitar costos elevados a las generaciones presentes y futuras a partir de decisiones de política económicas en áreas claves, y (iv) **el rol institucional**; tal vez el papel más importante y la razón de ser de un Estado, y que está referido a su misión de hacer funcionar las reglas de juego que rigen las relaciones económicas y de comportamiento de una sociedad.

Es importante señalar que cuando la teoría justifica la intervención del estado, deja un margen amplio para dicha intervención, la cual podría fluctuar desde la simple regulación hasta la intervención directa (e.g. empresa pública). Sin embargo, la teoría es clara en resaltar que al momento que el estado pretende intervenir para solucionar una distorsión de mercado, es recomendable hacer un balance entre los costos y beneficios incurridos. Así, si los primeros sobrepasan a los segundos, la intervención estatal podría no ser recomendable.

¿Cuál es la justificación para una banca estatal?

Son varias las justificaciones que suelen plantearse a favor de la participación de la banca estatal: (i) promover una mayor bancarización a través de la extensión de mayores préstamos de la banca nacional a fin de impulsar el desarrollo del país; (ii) enfrentar problemas de fallas de mercado que impiden que el crédito llegue a los sectores menos atendidos; (iii) financiamiento de proyectos socialmente rentables que no son tomados en cuenta por la banca privada; (iv) desde una visión más política, balancear el poder de la banca privada a fin de evitar su concentración y dominio, entre otras.

Después de mencionar estas justificaciones, valdría la pena reflexionar si una banca estatal más activa es el camino adecuado para dar curso a problemas como el desarrollo económico, fallas de mercado, estabilización de los ciclos económicos y crisis bancarias. Como mencionáramos previamente, al valorar la intervención del estado en la economía, uno debiera comparar objetivamente los beneficios que se generarían con su presencia, versus los costos que se le impondría a la sociedad. Si estos últimos son mayores, entonces se debiera evaluar el grado de intervención gubernamental. No obstante, los problemas mencionados, sí podría justificarse una intervención muy activa del estado pero desde otra perspectiva: **la institucional**. Gran parte de los problemas financieros, que pretenden ser solucionados con un rol más activo de la banca estatal, son generados porque el Estado no ha cumplido cabalmente su rol de hacer respetar las reglas que debieran regir la correcta relación de los agentes económicos.

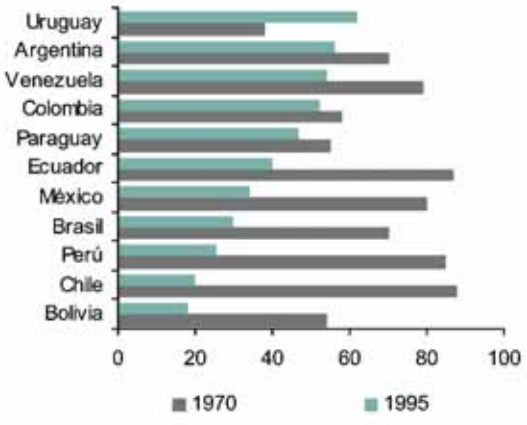
Así, en el caso peruano, se ha documentado que una de las razones por la cual el sistema bancario no llega a más sectores de la población, y a un costo menor, se debe fundamentalmente al hecho que aún no se respetan convenientemente los derechos de propiedad.

Importancia de Bancos públicos en las economías emergentes (porcentaje del total de activos bancarios)

Menos de 10%		
Bolivia	Guatemala	Perú
Croacia	Honduras	Sudáfrica
El Salvador	Paraguay	Venezuela
Entre 10% y 25%		
Bulgaria	Jamaica	República Checa
Chile	Panamá	Ucrania
Colombia	Polonia	
Entre 26% y 60%		
Argentina	Costa Rica	Rumania
Brasil	Ecuador	Rusia
Corea	México	Tailandia
Entre 61% y 100%		
China	India	
Egipto	Uruguay	

Fuente: Hanson (2004)

Bancos públicos de América Latina (porcentaje del total de activos bancarios)

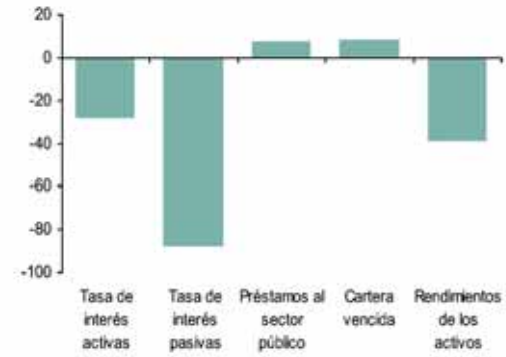


Fuente: BID (2004)

Proporción de bancos públicos (porcentaje del total de activos bancarios)

Fuente: BID (2004)

Indicadores de desempeño relativo de los bancos públicos en América Latina:1993-2003 (diferencia porcentual comparada con bancos privados nacionales)



Fuente: BID (2004)

¿Qué problemas inherentes enfrenta la Banca Estatal?

Adicionalmente, la banca estatal tiende a arrastrar serios problemas inherentes, que deberían sopesarse al momento de inclinarse por darle un rol más protagónico.

- Problemas de objetivos múltiples. La banca estatal normalmente se mueve siguiendo diferentes visiones. Por un lado debiera tener un manejo eficiente de retorno y riesgo de las operaciones financieras; pero por otro, por la razón social de su existencia, también debe preocuparse en las demandas del gobierno. El problema es aún mayor cuando a estos aspectos se le añade un objetivo más, como el político, que puede derivar, por ejemplo, en utilizar la banca para contratar más empleados, por encima de lo técnicamente recomendado, o para direccionar "convenientemente" los préstamos, hacia determinados sectores, empresas o individuos.
- Falta de transparencia en la información. En algunos países, la información proporcionada por los bancos estatales, tienden a no ser suficientemente clara. En general, más que a actitudes oscuras de la gerencia por ocultar la información, esta falta de claridad en las cifras responde a problemas operativos o técnicos, que tiene que ver, por ejemplo, con un mal diseño de los sistemas informáticos, limitaciones de presupuesto, dispersión geográfica y sectorial de las operaciones crediticias, y, que lleva a que la información no esté oportunamente registrada. Ello puede llevar, evidentemente, a generar problemas en la correcta supervisión del desempeño.
- Dificultades políticas para cobrar los préstamos a tasas de mercado o ejecutar colaterales. Normalmente una situación de elevado riesgo del cliente lleva a cobrar tasas mayores, cosa que políticamente le es difícil a un banco estatal imponer. Al mismo tiempo, se convierte, en muchos casos, casi imposible ejecutar una garantía, pues la imagen política corre riesgo.
- La cultura del no pago tiende a ser mayor ante la banca estatal. En muchos casos, y sobre todo cuando hay antecedentes históricos de condonaciones de deuda, los deudores tienden a considerar los préstamos de la banca estatal como una transferencia gubernamental.
- Nivel de corrupción del país. Es de esperar que si el país cuenta con un alto grado de corrupción, esta característica también sea trasladada a cualquier organismo público. El caso de un banco, no tiene porque ser la excepción.

La experiencia de los bancos estatales no son muy favorables

Los reportes respecto al desempeño de los bancos estatales en el mundo tienden a mostrar resultados poco alentadores. Si bien la literatura económica, destaca algunas excepciones como son los casos de la banca estatal en Singapur e Indonesia, y la banca de desarrollo en Francia, en la gran mayoría de los casos en el mundo, los bancos nacionales tienden a presentar serios problemas que se refleja en: (i) un mal manejo de la cartera; (ii) una gestión poco eficiente de los *spreads* y costos; (iii) excesivo préstamo a las entidades del gobierno; (iv) elevados préstamos a empresas que no son pequeñas, las que podrían trabajar con la banca privada.

De acuerdo a la experiencia peruana, uno de los casos más emblemáticos de una pobre gestión estatal en banca, es el Banco Agrario del Perú, creado en 1931 para proveer préstamos a los productores de algodón, azúcar y arroz. Inicialmente, tenían la potestad de captar depósitos en el mercado; sin embargo, las políticas de donaciones y líneas de crédito recibidas por organismos internacionales y el gobierno, desincentivó al Banco a adoptar políticas más agresivas para la captación de recursos, limitando su autosostenibilidad. Según Vogel (2005), en los 60's el Banco experimentaba problemas de liquidez, sin embargo, sus prioridades fueron ampliadas cuando se la instituyó como base para el financiamiento de la Reforma Agraria que empezaba a gestarse. Es así que además de brindar crédito subsidiado, el banco relajó su requerimiento de colaterales e intentó brindar crédito de mayor plazo con recursos de donantes, aunque con escaso éxito.

Poco a poco, al ritmo de los cambios de gobierno, durante los 70's y 80's, el Banco se fue sometiendo más a los designios políticos, con lo que el deterioro de su gestión se fue acelerando. El alto costo administrativo, políticas de tasas bajas y fijas, acompañado de una inflación creciente, terminaron por evaporar el poder de compra del portafolio del banco y terminó convirtiéndose en un ente dependiente del BCR hacia 1990. Hacia esa fecha, el Banco Agrario, había perdido virtualmente el total de su cartera, que a valor de libros, ascendía a US$ 200 millones.

Es importante notar, que el Banco Agrario, llegó a contar en su apogeo con más de 500 oficinas en todo el país y con un personal cercano a los 5 500 trabajadores. No obstante ello, de acuerdo a Valdivia (1995), las estadísticas mostraban las limitaciones del banco para brindar crédito a la población rural, pues muy pocos agricultores recibieron crédito. Para estas conclusiones, el autor se basa en los censos de la Encuesta Nacional de Hogares Rurales de 1984, donde se halla que sólo el 7,5% de las explotaciones agropecuarias obtuvieron crédito. En otro tanto, la Encuesta Nacional Sobre Niveles de Vida de 1985-1986 indicaba que sólo el 16% de los hogares rurales consiguieron algún tipo de crédito, proviniendo del sector formal sólo el 50%. Asimismo, señala cómo dicha entidad fue desplazando paulatinamente a la banca privada de las zonas que ya venía trabajando adecuadamente, en vez de concentrarse en las zonas desatendidas, que era lo deseable. Finalmente, concluye que las actividades del Banco Agrario, en términos de cobertura de la población objetivo y de autosostenibilidad, terminó siendo bastante pobre.

A modo de conclusión: ¿A *second best solution* para la Banca Estatal?

La banca estatal existe y aparentemente, está para quedarse. De acuerdo al informe del BID (2004), si bien se ha experimentado un proceso de privatización de las bancas en el mundo durante los ochentas y noventas, éstas siguen siendo muy importantes. Así, en los países desarrollados, la banca estatal, tiene una participación del 25% del total del sistema, mientras que en los países en desarrollo representan el 50%.

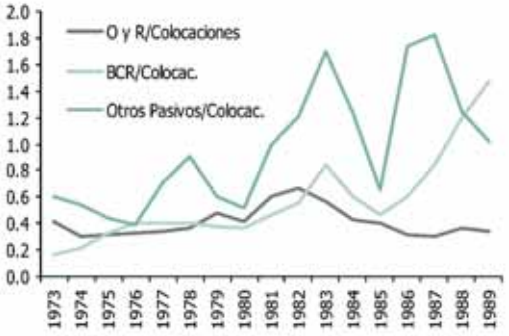
Dada la relevancia de la banca estatal, sería importante tener en cuenta algunos elementos que puedan hacer que su gestión salga relativamente bien librada de los problemas inherentes que mencionáramos anteriormente: (i) propiciar una mayor independencia de la banca estatal respecto a la influencia de los gobiernos de turno; ello podría ir de la mano del establecimiento de directorios independientes, cuya vigencia no coincida con los cambios de gobierno; (ii) establecer claros criterios de rendición de cuentas para la entidad, señalando claramente el objetivo del banco y las áreas hacia las cuales se dirigen, así como sus obligaciones y sanciones respectivas en caso de incumplimiento; (iii) evaluar la contratación de agentes financieros privados, que tenga mayor experiencia en el manejo de créditos en sectores y áreas de interés social, y (iv) un buen esquema de manejo eficiente de tasas de interés, que permita un manejo adecuado de rentabilidad y riesgo.

Finalmente, se debe tener en cuenta que gran parte de los problemas de acceso al crédito en los países emergentes, se debe a una escasa acción del Estado en cuanto a su función primordial de hacer respetar los contratos. En ese sentido, países como el Perú, quizá debieran tratar primero en dar solución a este vital punto, y luego recién persistir en ampliar la presencia de la banca estatal.

Referencias

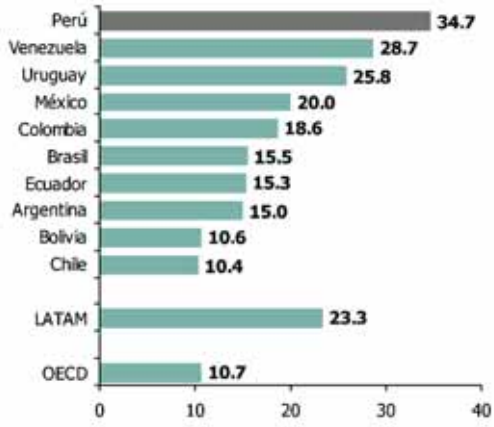
(1) Banco Interamericano de Desarrollo (2004): "Desencadenar el Crédito: Cómo ampliar y estabilizar la banca".
(2) Caprio, G., J. L. Fietcher, R. E. Litan y M. Pomerleano (2004): "The Future of State Owned Financial Institutions", Bookings Institution Press.
(3) Hanson, J. (2004): "Overview of the State Ownership in the Financial Sector", en The Future of State Owned Financial Institutions, Bookings Institution Press.
(4) Levine, R. (2004): "Finance and Growth: Theory and Evidence". NBER Working Paper 10766.
(5) North, D. (1993): ¿Cuál ha sido el papel del Estado en la Economía?" en El Papel Económico del Estado, Joseph Stiglitz, Instituto de Estudios Fiscales, Madrid, pp. 119-127
(6) Rosen, H. (2005): "Public Finance", Mc Graw-Hill
(7) Tanzi, V. (1997): "The Changing Role of the State in the Economy: A Historical Perspective" en IMF Working Paper, International Monetary Fund, September.
(8) Valdivia, M. (1995): "Del Banco Agrario a las Cajas Rurales: Pautas para la construcción de un nuevo sistema financiero rural" en Notas para el Debate N° 13. Grade.
(9) Vogel, R. (2005): "Costs and Benefits of Liquidating Peru´s Agricultural Bank", Accelerated Microenterprise Advancement Project, USAID

Fuentes de Colocaciones del Banco Agrario: 1973-1989



Fuente: Valdivia (1995)

Costos de hacer respetar los contratos (como % del valor de la deuda)



Fuente: Doing Business - Banco Mundial

Estadisticas Básicas y Proyecciones

Real	(variación % interanual)					
	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Inflación	3,8	-0,1	1,5	2,5	3,5	1.5
Producto Bruto Interno	2,9	0,2	4,9	4,0	4,8	6,7
Demanda Interna	2,3	-0,6	4,2	3,5	3,9	5,7
Consumo Privado	3,6	1,4	4,6	3,1	3,4	4,4
Consumo Público	3,1	-0,9	0,2	3,8	4,1	9,7
Inversión Privada	-1,7	-4,7	-0,1	5,6	9,0	13,9
Inversión Pública	-15,8	-22,5	-4,0	4,0	5,5	12,4

Fiscal	(% del PBI)					
	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Ingresos Ctes. Gob. Central	14,9	14,4	14,4	14,9	15,1	15,9
Gasto No Financ. Gob. Central	15,8	15,2	14,7	14,9	14,6	14,8
Resultado Económico SPNF	-3,4	-2,4	-2,3	-1,7	-1,1	-0,4
Saldo Deuda Pública Externa	35,9	35,4	36,7	37,6	35,8	28,4

Monetario	(datos fin de período-variación % interanual)					
	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Emisión Primaria	6,0	7,9	11,0	10,1	25,3	25,7
Crédito Total Sector Privado	-3,1	-4,5	0,1	-4,5	-0,3	16,1
RIN (Millones de US$)	8.180	8.613	9.598	10.194	12.631	14.097

Externo	(millones de US$)					
	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Exportaciones	6.955	7.026	7.714	9.091	12.617	17.247
Importaciones	7.366	7.221	7.422	8.255	9.824	12.084
Balanza Comercial	-411	-195	292	836	2.793	5.163
Balanza en Cta. Cte.	-1.526	-1.144	-1.063	-935	-10	1.030
BBVA-MAP-PERU (índice)	87,1	89,2	87,6	97,6	99,0	112,6
T. de Cambio Fin de Período	3,53	3,45	3,51	3,47	3,28	3,43

Proyecciones

	2005	2006(p)	2007(p)		2005	2006(p)	2007(p)
(variaciones % interanuales)				(miles de millones US$)			
PBI	6,7	4,7	4,7	Exportaciones	17,2	18,5	18,0
Consumo Privado	4,4	4,0	3,8	Importaciones	12,1	14,0	14,5
Inversión Privada	13,7	8,0	8,0	Balanza Comercial	5,2	4,5	3,5
Producción Manufacturera	7,0	5,0	5,0	Balanza Cta. Cte.	1,3	0,4	-0,8
Inflación	1,5	2,5	2,5	Reservas	14,1	14,5	14,0

Presentaciones del Servicio de Estudios Económicos

Bogotá www.bbva.com.co

Título	Institución - Cliente	Lugar y fecha
Situación Macroeconómica Colombiana	Standard&Poor´s	Bogotá, Enero 2006
Situación Macroeconómica Colombiana	FMI	Bogotá, Marzo 2006
Algunas Consideraciones sobre la Coyuntura Económica	Fedesarrollo	Bogotá, Marzo 2006

Buenos Aires www.bancofrances.com

Título	Institución - Cliente	Lugar y fecha
Panorama Macroeconómico de Argentina 2005/2006	Clientes Banca Corporativa	Buenos Aires, Febrero 2006
Canales de Transmisión de la Política Monetaria y Cambiaria	Banco Central de la República Argentina	Buenos Aires, Marzo 2006

Caracas www.provincial.com

Título	Institución - Cliente	Lugar y fecha
Perspectivas Macroeconómicas 2006-2007	Reunión de Clientes	Caracas, Enero 2006
Mercado Petrólero	Banca Mayorista Global	Caracas, Febrero 2006
Venezuela: Proyección Económica 2006-2008	XIV Asamblea de Cavidea	Caracas, Marzo 2006
Venezuela: Economic Outlook 2006-2007	Banca Mayorista Global	Caracas, Marzo 2006

Lima www.bbvabancocontinental.com

Título	Institución - Cliente	Lugar y fecha
Situación Económica	KIA	Lima, Enero 2006
Peru: Economic Outlook	AMEX	Lima, Enero 2006
Las Claves de la Economía Peruana	Reunión Económica para Ejecutivos	Lima, Febrero 2006
Peru: Economic Outlook	SK Corporation	Lima, Febrero 2006
América Latina en el Escenario Internacional	Reunión Económica para Ejecutivos	Lima, Marzo 2006
Perú: Situación Económica	Reunión Económica para Ejecutivos	Lima, Marzo 2006
Situación Económica	Moody's	Lima, Marzo 2006

Madrid www.bbva.com

Título	Institución - Cliente	Lugar y fecha
Flujos de Capitales a Emergentes: Situación Actual y Perspectivas	BBVA	Madrid, Enero 2006
Tendencias en la Economía Mundial	Reunión Económica para Ejecutivos	Lima, Febrero 2006
Entorno Internacional y su Impacto en los Mercados Inmobiliarios	BBVA	Bogotá, Febrero 2006
Entorno Económico Mundial	Prensa	Madrid, Marzo 2006
Recuperación de la UEM: ¿Mito o Realidad?	Intermoney	Madrid, Marzo 2006
Mercado Cambiario Internacional: ¿Una Nueva Etapa?	Universidad Autónoma, ICAE	Madrid, Marzo 2006

México www.bancomer.com.mx

Título	Institución - Cliente	Lugar y fecha
Mexican Banking and Financial System	Universidad de Columbia	México D.F., Enero 2006
Crédito al Consumo: Perspectivas y Factores de Riesgo	Misión FMI-BM a México	México D.F., Enero 2006
México: Perspectivas Económicas en un Año de Elecciones	Consejos Regionales	Gira nacional, Febrero 2006
México ante las Elecciones de 2006	Hipotecaria Nacional	Gira nacional, Febrero 2006
México: Retos y Oportunidades	Clientes Corporativos	México D.F., Febrero 2006
México: en el Contexto Global y ante las Elecciones	Banca Patrimonial y Privada	Gira nacional, Marzo 2006
Perspectivas Internacionales... con una Atención Especial a México	Banca Privada	México D.F., Marzo 2006

Santiago www.bhif.cl

Título	Institución - Cliente	Lugar y fecha
Desafíos para Chile en el Contexto Global 2005-2006	Agentes Banca Personas BBVA	Valparaíso, Enero 2006
Panorama Económico Mensual	Banca Corporativa BBVA	Santiago, Enero 2006
Panorama 2006-2007	Directivos BBVA Provida	San Esteban, Marzo 2006
A 25 Años de la Reforma del Sistema de Pensiones	Directorio BBVA Provida	Santiago, Marzo 2006

BBVA Banco Continental

Interesados dirigirse a:

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

Servicio de Estudios Económicos:

Director:
José Luis Escrivá
Subdirector:
David Taguas

Economistas Jefe:
Latam y Mercados Emergentes: Luis Carranza
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 la Gerencia de Estudios Económicos del BBVA Banco Continental por su propia cuenta y se suministra sólo con fines informativos. Las opiniones, estimaciones, predicciones y recomendaciones que se expresan en este documento se refieren a la fecha 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.
El presente documento no constituye una oferta ni una invitación o incitación para la suscripción o compra de valores.