


# Latinwatch

---

Noviembre 2002

- 
- Argentina: una nube pasajera en el veranito financiero
  - Brasil: más inflación
  - Chile: la política ya no es importante
  - México: recuperación interna en espera de la de EE.UU.
  - Perú: las regiones, un nacimiento incierto



Fecha de cierre: 19 de noviembre, 2002

<b>Indice</b>		
<b>Panorama Regional</b>	3	Han elaborado esta publicación:
<b>Argentina</b>	4	BBVA Servicio de Estudios Economista Jefe América Latina: Javier Santiso e-mail: javier.santiso@grupobbva.com Madrid
<b>Brasil</b>	5	BBVA BANCO FRANCES Departamento de Research Economista Jefe: Ernesto Gaba e-mail: egaba@bancofrances.com.ar Buenos Aires
<b>Chile</b>	6	BBV BANCO BRASIL Diretoria de Estudos Economicos Economista Jefe: Octavio do Barros e-mail: obarros@bbvbrasil.com.br Sao Paulo
<b>Colombia</b>	7	BBVA BANCO BHIF Departamento de Estudios Economista Jefe: Guillermo Larrain e-mail: glarrain@bhif.cl Santiago de Chile
<b>México</b>	8	BBVA BANCO GANADERO Análisis Económico Responsable Económico: Daniel Castellanos e-mail: daniel.castellanos@bbvaganadero.com Santafé de Bogotá
<b>Perú</b>	10	BBVA BANCOMER Estudios Económicos Economista Jefe: Manuel Sánchez e-mail: manuel.sanchez@bbva.bancomer.com México DF
<b>Venezuela</b>	11	BBVA BANCO CONTINENTAL Gerencia de Estudios Económicos Economista Jefe: Luis Carranza e-mail: lcarranza@grupobbv.com.pe Lima
<b>OTROS PAISES</b>		
<b>Bolivia</b>	12	BBVA BANCO PROVINCIAL Gerencia de Estudios Económicos Economista Jefe: Giovanni di Placido e-mail: giovanni_diplacido@provincial.com Caracas
<b>Ecuador</b>	12	BBVA PUERTO RICO Responsable Económico: Evelyn Otero e-mail: eveotero@bbvapr.com San Juan
<b>Puerto Rico</b>	13	
<b>Uruguay</b>	14	
<b>Materias Primas</b>	14	
<b>Focus: Financiación bancaria internacional en Brasil</b>	16	

## Contexto Internacional

	PIB Real (%)				Inflación (% fin de año)			
	2000	2001	2002	2003	2000	2001	2002	2003
EE.UU.	3,8	0,3	2,3	2,5	3,4	1,6	2,6	2,0
UEM	3,5	1,4	0,8	1,7	2,6	2,0	2,4	2,3
Japón	2,4	-0,8	-0,2	0,6	-0,4	-1,2	-0,5	0,2

	Saldo sector público (% PIB)				Saldo cuenta corriente (% PIB)			
	2000	2001	2002	2003	2000	2001	2002	2003
EE.UU.	2,4	1,3	-1,5	-2,0	-4,2	-3,9	-4,8	-4,0
UEM	-1,0	-1,5	-2,3	-2,2	-0,9	0,0	0,5	0,2
Japón	-9,5	-8,0	-8,6	-9,0	2,5	2,2	3,2	2,6

	Tasa oficial (%)				Tipo de cambio (frente \$)			
	18/11/02	mar-03	jun-03	dic-03	18/11/02	mar-03	jun-03	dic-03
EE.UU.	1,25	1,25	1,25	1,75				
UEM	3,25	3,00	3,00	3,25	1,01	1,02	1,00	0,97
Japón	0,10	0,10	0,10	0,25	121	125	125	128

## América Latina

	PIB Real (%)				Inflación (% fin de año)			
	2000	2001	2002	2003	2000	2001	2002	2003
Argentina	-0,8	-4,4	-11,3	2,3	-0,7	-1,5	40,0	23,0
Brasil	4,4	1,5	1,3	1,4	6,0	7,7	9,6	9,5
Chile	4,4	2,8	2,2	2,8	4,5	2,6	3,3	2,4
Colombia	2,8	1,6	1,2	1,5	8,8	7,7	6,0	5,0
México	6,6	-0,3	1,1	2,9	9,0	4,4	5,1	3,5
Perú	3,6	0,2	3,5	2,6	3,7	-0,1	2,0	2,0
Venezuela	3,2	2,7	-5,3	0,9	13,4	12,3	32,8	28,6
LATAM*	4,1	0,4	-0,5	2,0	6,8	6,0	12,1	9,6

	Saldo sector público (% PIB)				Saldo cuenta corriente (% PIB)			
	2000	2001	2002	2003	2000	2001	2002	2003
Argentina**	-2,5	-3,3	-1,4	-2,9	-3,1	-1,6	9,2	10,9
Brasil	-4,5	-5,3	-4,5	-4,0	-4,2	-4,6	-2,4	-1,7
Chile**	0,1	-0,3	-1,0	-1,2	-1,5	-1,9	-0,9	-0,7
Colombia	-3,4	-3,3	-3,8	-3,0	0,4	-2,0	-1,8	-2,0
México	-1,1	-0,7	-0,7	-0,5	-3,1	-2,9	-2,4	-2,6
Perú	-3,2	-2,5	-2,5	-2,4	-3,0	-2,0	-2,0	-2,3
Venezuela**	-1,8	-4,0	-4,2	-3,8	11,1	3,5	5,4	9,6
LATAM*	-2,6	-2,9	-2,4	-2,0	-2,3	-2,5	-1,0	-0,6

\* Media de los 7 países mencionados \*\* Gobierno Central.

## Panorama Regional

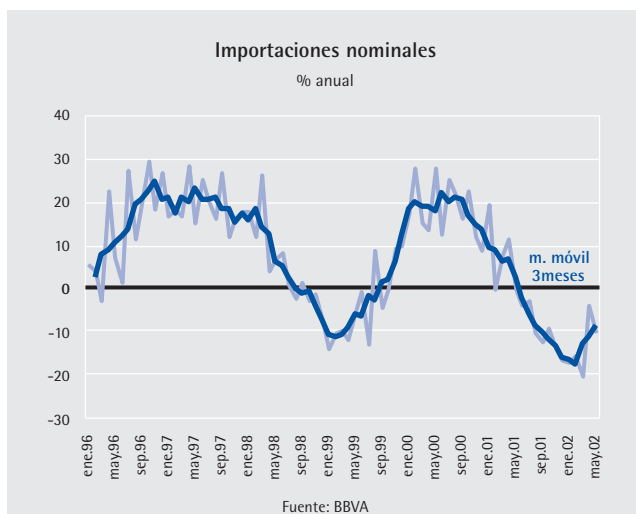
### La región está experimentando un importante ajuste de demanda interna

La caída en las entradas de capital que está experimentando la región en 2002 está obligando a la economía a un ajuste importante. Así, y de acuerdo con nuestros cálculos, el PIB regional en el primer semestre del año ha caído alrededor de un 1,9% interanual. Sin embargo, lo relevante no es sólo la caída del PIB, sino la fuerte contracción que, a nuestro juicio, está experimentando la demanda interna. El ajuste de la demanda interna es obligado. La falta de ahorro externo para financiar el crecimiento conlleva un aumento del ahorro doméstico, público y/o privado. Dicho aumento del ahorro debe traducirse en una menor demanda interna.

A modo de ejemplo, las importaciones regionales agregadas de bienes en términos nominales se han reducido alrededor de un 9% interanual en la primera mitad del año. Se podría pensar que la severa recesión argentina explica buena parte de dicha caída. Sin embargo, incluso si excluimos este país del análisis, las importaciones mantendrían su tasa de crecimiento negativa (alrededor del 4%). Brasil es el país que está experimentando un mayor ajuste de las importaciones tras Argentina, con una caída de las mismas superior al 6%.<sup>1</sup> Sólo Perú está mostrando un comportamiento positivo.

Sin embargo, también es cierto que las importaciones tocaron niveles mínimos en el primer trimestre del año y que desde entonces puede apreciarse una tímida mejoría. La demanda parece estar saliendo del bache, aunque es todavía pronto para dar por cerrada la recesión. Brasil sigue siendo una incógnita y pasarán algunos meses hasta que se despejen las incertidumbres.

<sup>1</sup> Media de los tres últimos datos.



### La política monetaria se relaja en 2002

La debilidad de la demanda interna y el bajo *pass-through* de depreciación a precios está permitiendo implementar una política monetaria más expansiva. Si excluimos a Argentina, las tasas de interés reales agregadas para la región se han venido reduciendo desde finales del año pasado.

En la situación actual de ausencia de presiones inflacionistas, de debilidad económica y de reducidas tasas de interés internacionales (en EE.UU. fundamentalmente), las autoridades monetarias locales deben favorecer el crecimiento.

El caso argentino es peculiar. Durante el año 2001, el mantenimiento del régimen de tipo de cambio fijo (Convertibilidad) forzó a la economía a mantener unas tasas de interés reales superiores al 20%. Tras la devaluación y posterior estabilización del tipo de cambio, las tasas de interés han comenzado a caer y se encuentran ya por debajo de la tasa de inflación.

En el caso de Brasil, la tasa de interés real se ha mantenido estable en torno al 10% durante todo 2002, aunque la reciente subida del SELIC ha supuesto un aumento. Ello se debe a que el Banco Central intenta sostener el tipo de cambio mediante unos tipos de interés elevados. En este contexto, sólo es posible una mayor relajación monetaria si finalmente retorna la confianza internacional y con ella los capitales internacionales.

En los países que no afrontan una crisis doméstica (Colombia, Chile, Perú y México) las tasas de interés reales están en niveles muy reducidos. En estos casos los tipos de interés oscilan entre el 0% y 3% poniendo de relieve una política monetaria relativamente laxa.

### El tipo de cambio asume parte del ajuste

Durante la crisis de 1999, buena parte de los países latinoamericanos se dotaron de tipos de cambio flexibles.



## Índice de tipo de cambio efectivo real (dic.00=100)

	dic-00	dic-01	oct-02
Argentina	100	102	44
Brasil	100	92	69
Chile	100	90	91
Colombia	100	101	90
México	100	107	99
Perú	100	103	106
Venezuela	100	103	71

Fuente: BBVA

Gracias a dicho cambio de régimen cambiario, ahora la política monetaria puede favorecer el crecimiento.

Sin embargo, la mayor relajación monetaria y la ausencia de financiación internacional tiene como contrapartida una mayor depreciación de las divisas de la región. Con la excepción de Perú, las divisas latinoamericanas se han depreciado a lo largo del último año. En el caso de Argentina, Venezuela y Brasil la depreciación ha sido especialmente intensa.

Desgraciadamente, la debilidad económica mundial no permite aprovechar todos los beneficios asociados a la depreciación. En particular, las exportaciones de la región no sólo no están creciendo a mayor ritmo, como podría esperarse, sino que se están reduciendo.

Este hecho nos lleva al primer punto mencionado. En un entorno de ausencia de entradas de capitales internacionales, la economía debe ajustarse. Durante el año 2002 las divisas latinoamericanas se han depreciado significativamente, pero no han conseguido generar un impulso exportador suficiente como para permitir una salida de la recesión. En consecuencia, la demanda interna se contrae de forma más intensa.

De cara al año 2003, las economías de la región deberían crecer moderadamente. Buena parte del ajuste de la demanda interna habrá tenido lugar durante 2002. Por su parte, la política monetaria está ayudando a generar un choque positivo de demanda. Finalmente, la intensa depreciación real de las divisas latinoamericanas sienta las bases para aprovechar el impulso generado por las economías industrializadas cuando éstas comiencen a crecer.

## Argentina

### Los mercados siguen descontando que habrá acuerdo con el FMI

Los últimos indicadores de coyuntura muestran que la caída de la actividad habría llegado a su fin, verificándose en los sectores transables una recuperación más importante ante el aumento de las exportaciones y la sustitución de impor-

## Argentina: últimos datos mensuales

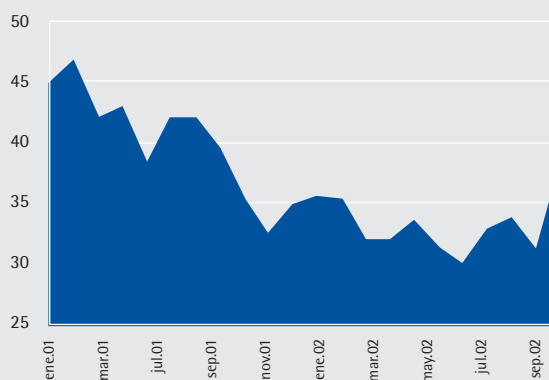
	jul-02	ago-02	sep-02	oct-02
Producción industrial (EMI % a/a)	-11,5	-7,5	-4,5	-4,5
Inflación (% anual)	32,9	36,5	38,5	39,4
Balanza comercial acumulada en 12 m (m.M. \$)	13,4	14,1	14,8	n.d.
Reservas internacionales (m.M. \$)	9,0	9,1	9,4	9,9
Ingresos fiscales (% a/a)	29,3	16,4	24,0	33,5
Tasa depósitos a 30 días en pesos	55,8	56,9	47,6	35,9
Spread soberano (Global 2008)	5503	5592	5530	5924
M2 (% anual)	51,3	63,7	61,2	n.d.
Tipo de cambio efectivo real (1997=100)	45	47	48	50
BBVA-MAP Argentina (1995=100)	95	98	101	98

taciones. Donde se observan los cambios más importantes es en las expectativas. Tanto los consumidores como los empresarios se mostraron significativamente más optimistas durante el mes de octubre, con lo cual nos estaríamos ubicando en los mismos niveles de confianza que en la primera parte de 2001. Esta mejora de la confianza se atribuye principalmente a la estabilidad que ha exhibido el peso en los últimos meses, mostrando incluso una apreciación del 6% en octubre, aún cuando el Banco Central continuó ampliando su stock de reservas en 540 millones de dólares. Además, la inflación se está desacelerando considerablemente.

En cuanto al tipo de cambio, cálculos de medio y largo plazo indican que se encuentra, en términos reales, un 20% más depreciado que en la década de los ochenta, período en el que Argentina, como en la actualidad, no contaba con financiación externa. Esto muestra que, en la medida en que las tensiones políticas se vayan calmando y los precios se desaceleren, tal y como prevemos, habría margen para que el peso continúe apreciándose en términos nominales.

En materia de precios, el pass through acumulado a octubre es de sólo un 15%, mientras que la inflación mensual en dicho mes se ha desacelerado hasta el 0,2%. Esto se explica por la gran retracción del consumo y la existencia

Índice de confianza del consumidor



Fuente: CIF, UTDT

Argentina: previsiones anuales				
	2000	2001	2002p	2003p
PIB (%)	-0,8	-4,4	-11,3	2,3
Inflación (% fin de año)	-0,7	-1,5	40,0	23,0
Balanza comercial (m.M. \$)	1,2	6,3	17,0	19,3
Cuenta corriente (m.M. \$)	-8,9	-4,4	9,9	12,6
% PIB	-3,1	-1,6	9,2	10,9
Reservas (m.M. \$, fin de año)	31,4	14,9	9,6	12,1
Tipo de cambio (fin de año vs US\$)	1,0	1,0	3,9	4,4
Saldo sector público (% PIB) <sup>1/</sup>	-2,5	-3,3	-1,4	-2,9
Tasa depósitos a 30 días en pesos (fin de año)	10,7	6,3	30,0	36,0
Tipo de cambio efectivo real (1997=100)	113	119	50	46
BBVA-MAP Argentina (1995=100)	87	85	91	92

<sup>1/</sup> Excluye ingresos por privatizaciones. Gobierno Central

de un ancla «subyacente» representada por el salario nominal constante dada la alta tasa de desempleo. Además, el gobierno ha decretado una baja transitoria del IVA del 21% al 19% para los últimos dos meses del año, con el objetivo de contener aún más la inflación. Los factores anteriores hacen que revisemos nuestra previsión de inflación a la baja hasta el 40% para finales de año. Esta proyección supone que el aumento de tarifas de servicios públicos se postergaría al año próximo.

La decisión del gobierno de no pagar el vencimiento de capital con el Banco Mundial por 723 millones de dólares (aunque el default formal no se declararía hasta dentro de cinco meses), ensombrecieron levemente el "veranito financiero". La reacción del mercado puede considerarse como positiva, con escasa pérdida de reservas y variación cambiaria, lo que muestra que los agentes económicos continúan descontando que habrá acuerdo con el FMI.

### 2003: más crecimiento sólo con más crédito

De cara a 2003, nuestras previsiones en el escenario base son relativamente conservadoras, porque tenemos en cuenta dos factores fundamentales que limitan una evolución más favorable. En primer lugar, aún no ha resurgido la financiación, lo que contribuye a que la recesión sea mucho más profunda y la salida más lenta. El segundo factor se encuentra ligado a la financiación del déficit público. Según nuestras estimaciones, el superávit primario sería insuficiente para hacer frente a los intereses de multilaterales (suponiendo refinanciación de vencimientos bajo un acuerdo) y de la deuda que no está en default (básicamente préstamos garantizados pesificados y bonos de depósitos reprogramados), por lo que el déficit operativo remanente debería ser financiado con emisión monetaria, presionando al alza la inflación. En base a lo anterior, proyectamos que el PIB crecerá un 2,3%.

Sin embargo, no hay que descartar que en la medida en que las instituciones de crédito necesiten reposicionarse

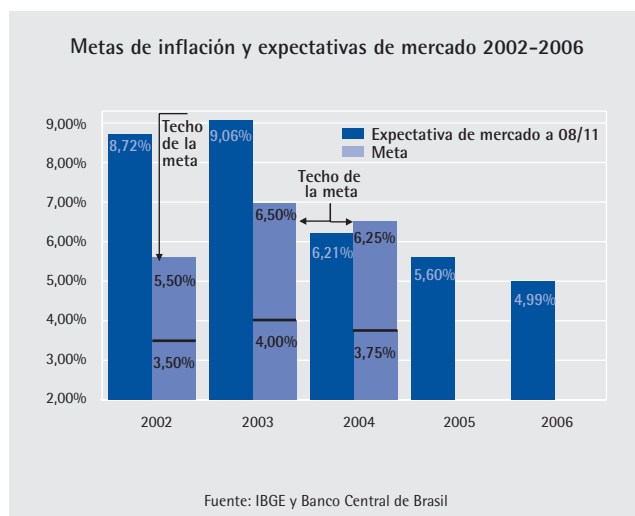
en el mercado, empezarán a transformar su mayor liquidez generada por la subida de depósitos en nuevos créditos. En ese caso, el crecimiento podría ser mayor al previsto. En cuanto a la inflación, si los agentes recomponen su demanda de dinero de forma más fuerte (los saldos monetarios en relación al PIB se encuentran actualmente muy por debajo del 40% observado en 2001), la emisión monetaria tendría un menor impacto sobre los precios.

## Brasil

### El gran desafío en 2003 es el control de la inflación

El control de la inflación es seguramente el gran desafío para el próximo gobierno. En 2001, la meta de la inflación, cuyo límite superior era del 6%, no fue cumplida debido a distintos choques que afectaron a la economía: el ataque a los EE.UU., la crisis de Argentina y la crisis energética doméstica. Este año tampoco se cumplirá el límite superior de la banda objetivo fijado en el 5,5%. Lo más preocupante es que la trayectoria de la inflación es ascendente. En 2000, la inflación fue del 6%, en 2001 del 7,7% y en 2002 será de alrededor del 9,5%. Considerando el historial inflacionario brasileño y las demandas de indexación que pueden surgir rápidamente, es fundamental que el nuevo gobierno garantice el rumbo de caída de la inflación en 2003. En caso contrario, la frustración social puede ser significativa.

Inicialmente, el motivo para el descontrol inflacionario en 2002 fue básicamente la incertidumbre electoral. Los temores de ruptura en la política económica y de un hipotético incumplimiento de contratos por parte del nuevo gobierno causó una significativa subida del riesgo-país que pasó de 735 pb. en marzo de este año a casi 2500 pb. a finales de septiembre. Esta reducción importante de la entrada de capitales en el país provocó también la depre-



## Brasil: últimos datos mensuales

	jul-02	ago-02	sep-02	oct-02
Producción industrial (% anual)	3,3	1,0	5,5	n.d.
Inflación IPCA (% anual)	7,5	7,5	7,9	8,5
Balanza comercial acumulada en 12 m (m.M. \$)	6,4	7,4	9,3	11,2
Reservas internacionales (m.M. \$)	38,9	37,6	38,4	35,8
Tipo de cambio (Real vs US\$)	2,94	3,09	3,34	3,79
Tasa SELIC	17,9	17,8	17,9	20,9
Spread soberano (Brady C-Bond 2014)	1615	1798	1880	2071
M4 (% anual)	7,6	4,5	4,2	n.d.
Tipo de cambio efectivo real (1997=100)	57	55	51	46
BBVA-MAP Brasil (1995=100)	75	74	74	75

ciación del tipo de cambio que en octubre llegó a alcanzar el 61% en el año.

La depreciación del tipo de cambio no fue reflejo, por tanto, de una política intencionada tendiente a favorecer la depreciación cambiaria, sino una consecuencia del ajuste externo impuesto por la salida neta de recursos del país. Ello ha quedado reflejado en el importante ajuste que se está produciendo en la balanza de pagos. El déficit por cuenta corriente cerraría este año en menos de 11 m.M.\$, frente a los 23 m.M.\$ de 2001. La mayor parte de este ajuste externo está ocurriendo por el ajuste de la balanza comercial que pasará de registrar un superávit de 2,7 m.M.\$ en 2001 a otro superior a los 12 m.M.\$ en 2002.

Considerando la importancia de los llamados bienes comerciables en la canasta de consumo de las familias, cuyo precio depende directamente del tipo de cambio, era inevitable el alza de la inflación. Esta fue causada por un ajuste de precios relativos necesario para el ajuste externo. En esta situación, la política monetaria termina viendo reducida su eficacia. En primer lugar, porque no consigue impedir la apreciación del dólar, que está asociada a las incertidumbres en relación a la política económica futura y no a la presente. En segundo, porque la inflación no ha sido fruto de una presión de demanda.

## Brasil: previsiones anuales

	2000	2001	2002p	2003p
PIB (%)	4,4	1,5	1,3	1,4
Inflación IPCA (% fin de año)	6,0	7,7	9,6	9,5
Balanza comercial (m.M. \$)	-0,7	2,7	12,0	14,0
Cuenta corriente (m.M. \$)	-24,7	-23,2	-10,9	-8,0
% PIB	-4,2	-4,6	-2,4	-1,7
Reservas (m.M. \$, fin de año)	33,0	35,8	33,9	46,0
Tipo de cambio (fin de año vs US\$)	1,96	2,31	3,30	3,60
Saldo sector público (% PIB)	-4,5	-5,3	-4,5	-4,0
Tasa SELIC (fin de año)	15,8	19,0	22,0	18,0
Tipo de cambio efectivo real (1997=100)	69	58	60	54
BBVA-MAP Brasil (1995=100)	81	77	75	77

El miedo al default está siendo vencido con mensajes pro-mercado de los miembros del próximo gobierno, que está permitiendo la reciente apreciación del real. Sin embargo, existen algunas dudas en lo que se refiere al compromiso del gobierno Lula con la disciplina monetaria (autonomía del Banco Central) y fiscal (superávit primario del 3,75% del PIB). Y es eso lo que está impidiendo en el corto plazo descensos más significativos de las primas de riesgo. Así, será un gran desafío garantizar un rumbo de caída de la inflación. El Banco Central desde ahora debe buscar ampliar su credibilidad con algún instrumento monetario adicional.

Lo que es evidente desde el punto de vista de los acreedores externos, es que la "salida inflacionaria de la crisis" es preferible a algún tipo de reestructuración, amistosa o no, de la deuda del sector público brasileño.

## Chile

## Subidas en las tasas largas y apreciación cambiaria

Todo indica que 2002 terminará con un crecimiento en torno al 2,2%, lo que implica que el cuarto trimestre debería ser el mejor del año, con un crecimiento esperado cercano al 3,5%. Este repunte, sin embargo, sería transitorio ya que el crecimiento previsto para 2003 es del 2,8%. Los soportes de esta aceleración se basan en una ligera mejoría en los términos de intercambio, en el impacto de la relajación de la política monetaria sobre el sector industrial y la construcción y en la continua contribución positiva de las exportaciones al crecimiento (en términos reales su crecimiento medio entre 1991 y 2001 ha sido del 8%).

En materia cambiaria y de tasas de interés, los eventos recientes han ratificado nuestro escenario de correcciones significativas del tipo de cambio y de las tasas de interés de largo plazo. La intervención del Banco Central durante octubre, la mejor evolución del riesgo brasileño y del real, la bajada de tasas de la FED y la mejora en los términos de

## Chile: últimos datos mensuales

	jul-02	ago-02	sep-02	oct-02
IMACEC (% anual)	2,1	1,7	2,1	n.d.
Producción industrial INE (% anual)	8,6	-1,0	5,2	n.d.
Inflación (% anual)	2,6	2,2	2,3	3,0
Balanza comercial acumulada en 12 m (m.M. \$)	2,7	2,2	2,4	2,6
Reservas internacionales (m.M. \$)	15,1	14,9	14,7	14,9
Tipo de cambio (Peso vs US\$)	697	703	729	741
Tasa de Instancia Monetaria	3,3	3,0	3,0	3,0
Spread soberano (Global 2009)	208	223	210	224
M2A (% anual)	7,9	8,4	9,3	9,2
Tipo de cambio efectivo real (1997=100)	80	80	78	78
BBVA-MAP Chile (1995=100)	64	61	61	61

Chile: previsiones anuales				
	2000	2001	2002p	2003p
PIB (%)	4,4	2,8	2,2	2,8
Inflación (% fin de año)	4,5	2,6	3,3	2,4
Balanza comercial (m.M. \$)	2,2	2,1	2,7	3,3
Cuenta corriente (m.M. \$)	-1,1	-1,2	-0,6	-0,5
% PIB	-1,5	-1,9	-0,9	-0,7
Reservas (m.M. \$, fin de año)	14,7	14,2	16,0	16,5
Tipo de cambio (fin de año vs US\$)	573	661	700	680
Saldo sector público (% PIB) <sup>1/</sup>	0,1	-0,3	-1,0	-1,2
Tasa de Instancia Monetaria (fin de año)	5,0	6,5 *	3,0	3,5
Tipo de cambio efectivo real (1997=100)	89	81	82	84
BBVA-MAP Chile (1995=100)	68	63	64	68

<sup>1/</sup>Saldo del Sector Público no Financiero  
 \* Cambio en la tasa de política monetaria. A partir del 9 de agosto del 2001 es nominal. El 6,5% corresponde al 3,5% real más 3,0% de inflación esperada.

intercambio, provocaron la apreciación del tipo de cambio desde los 770 pesos/\$ a mediados de octubre (máximo del año) hasta los 709 pesos/\$ en la actualidad. Prevemos que esta tendencia se mantendrá durante 2003 finalizando el año en torno a 680 pesos/\$.

Las tasas de largo plazo han aumentado, siguiendo la tendencia de las tasas internacionales. Al mismo tiempo, el exceso de pesimismo que llevó las tasas largas a niveles del 2% real estaría desapareciendo. El repunte también se vio apoyado por elementos específicos internos, tales como el inicio del sistema de multifondos de pensiones que dio libertad a los afiliados para elegir entre cinco combinaciones de riesgo y retorno, cada una representada por un fondo distinto. Si bien sólo una minoría ha elegido un fondo distinto del que le correspondía por edad, quienes lo han hecho han preferido los fondos de renta variable. Ello ha empujado las tasas de interés reales de largo plazo al alza. Proyectamos que éstas llegarán al 3,4% a fines de 2002, se mantendrán estables durante la primera mitad de 2003 y retomarán una tendencia alcista hasta finales de año.

### Posibles problemas futuros para impulsar la agenda legislativa

La situación política se ha tensionado a raíz del descubrimiento de actos de aparente corrupción de unos diputados oficialistas, hecho que ha coincidido con problemas en otras instituciones del país. A pesar de las recientes encuestas que ratifican la mejoría en la percepción de corrupción en Chile desde el año 1997 (ver cuadro), lo anterior ha creado una sensación de crisis institucional.

En el aspecto puramente político, las relaciones en el interior de la coalición de gobierno se han deteriorado de forma importante. De los involucrados en los casos en cuestión, cuatro han sido expulsados de sus partidos, incluyendo dos diputados de la Democracia Cristiana, principal partido de la coalición gobernante. Las implicaciones de

Índice de Percepción de Corrupción					
	Chile			Puntuac.	Distancia % respecto al líder
	Puntuac.	Posic.	País líder		
1995	7,94	14	N. Zelanda	9,55	-16,9%
1996	6,80	21	N. Zelanda	9,43	-27,9%
1997	6,05	23	Dinamarca	9,94	-39,1%
1998	6,80	20	Dinamarca	10,00	-32,0%
1999	6,90	19	Dinamarca	10,00	-31,0%
2001	7,50	18	Finlandia	9,90	-24,2%
2002	7,50	17	Finlandia	9,70	-22,68%

Fuente: Transparency International

ello son difíciles de predecir, pero existe la posibilidad de que el gobierno pierda su mayoría en la Cámara de Diputados.

Sin embargo, como el régimen político en Chile es presidencial y no parlamentario, este tipo de situaciones no tiene implicaciones para la permanencia del Gobierno en el poder. Asimismo, el sistema electoral, que promueve la formación de dos coaliciones mayoritarias, hace que el incentivo para abandonar la coalición sea muy bajo, lo que minimiza la posibilidad de que algún partido salga de una coalición para formar parte de la otra.

En resumen, la actual crisis política probablemente no tendrá consecuencias para el mantenimiento del gobierno y la coalición oficialista, aunque sí es de esperar que el ejecutivo tenga de ahora en adelante más problemas para impulsar su agenda legislativa.

## Colombia

Tras semanas de volatilidad en los mercados financieros, con depreciaciones del tipo de cambio, repuntes en la rentabilidad de la deuda pública y suspensión de subastas de deuda interna a más de un año, el nerviosismo ha cedido,



## Colombia: últimos datos mensuales

	jul-02	ago-02	sep-02	oct-02
Producción industrial DANE (% anual)	2,7	1,0	n.d.	n.d.
Inflación (% anual)	6,2	6,0	6,0	6,4
Balanza comercial acumulada en 12 m (m.M. \$)	0,5	0,2	n.d.	n.d.
Reservas internacionales (m.M. \$)	10,7	10,7	10,7	10,7
Tipo de cambio (Peso vs US\$)	2516	2648	2758	2820
Tasa DTF 90 días	8,0	7,8	7,9	7,9
Spread soberano (Global 2027)	694	794	843	799
M3 (% anual)	8,2	8,0	9,0	6,9
Tipo de cambio efectivo real (1997=100)	81	77	74	73
BBVA-MAP Colombia (1995=100)	91	91	94	95

aunque no se han recuperado los niveles previos a la "minicrisis". Para comenzar a restaurar la normalidad en el mercado, el Ministerio de Hacienda ha anunciado que está interesado en volver a convocar subastas de deuda interna a largo plazo. A esta mayor tranquilidad en los mercados financieros contribuyeron los anuncios de financiación externa por parte de organismos multilaterales y el anuncio de un preacuerdo con el FMI para la firma de un crédito *stand-by* por 2 m.M.\$ por dos años, que reemplaza la *extended fund facility* que vence en diciembre de este año.

## Avances en los tres pilares del ajuste fiscal

Haber logrado el preacuerdo indica que el gobierno está dispuesto a someterse a un programa de ajuste fiscal más drástico que el inicialmente anunciado. Dicho ajuste estaría basado en tres pilares esenciales: una reforma tributaria, un recorte de gastos a través de un referéndum, y una reforma pensional. Esta es la respuesta deseable a un desempeño fiscal peor que el esperado durante el año 2002, que producirá un déficit fiscal del gobierno central del 6,5% del PIB, y del sector público consolidado del 4% del PIB.

En efecto, el FMI solicitó una reforma tributaria más agresiva que implica que la recaudación adicional esperada por ese concepto pasaría de 2,2 a 2,6 billones de pesos en 2003. Las tres medidas de ajuste están siendo tramitadas en el

## Colombia: previsiones anuales

	2000	2001	2002p	2003p
PIB (%)	2,8	1,6	1,2	1,5
Inflación (% fin de año)	8,8	7,7	6,0	5,0
Balanza comercial (m.M. \$)	2,5	0,5	0,8	1,0
Cuenta corriente (m.M. \$)	0,4	-1,7	-1,5	-1,7
% PIB	0,4	-2,0	-1,8	-2,0
Reservas (m.M. \$, fin de año)	9,0	10,2	10,7	10,9
Tipo de cambio (fin de año vs US\$)	2229	2291	2705	2760
Saldo sector público (% PIB)	-3,4	-3,3	-3,8	-3,0
Tasa DTF 90 días (fin de año)	13,4	11,4	8,5	9,0
Tipo de cambio efectivo real (1997=100)	85	82	82	77
BBVA-MAP Colombia (1995=100)	108	100	93	92

Congreso, y se espera que sean aprobadas antes de que acabe el año. En consecuencia, Standard and Poor's decidió mantener estable la calificación de la deuda pública colombiana en BB (grado especulativo) con perspectiva negativa, cuando el mercado esperaba, con aproximadamente un 50% de probabilidad, una reducción de la calificación.

Algunos indicadores de actividad comienzan a dar señales de optimismo en el comportamiento de la economía. Por una parte, la caída de la industria en el período enero-agosto, frente al mismo periodo del año anterior, fue del -0,3%, menos intensa de lo previsto. Por otra parte, las ventas minoristas en igual período están creciendo a un vigoroso 3,7%. Estas cifras sugieren que el PIB podría crecer alrededor del 1,6% este año, por encima de nuestra expectativa del 1,2%. Sin embargo, para hacer oficial este cambio de previsión, es prudente esperar a los datos de PIB del tercer trimestre. En cualquier caso, el eventual mayor dinamismo económico no se está percibiendo en el mercado laboral. El desempleo urbano se colocó en septiembre en el 17,2%, ligeramente mejor que un año atrás, aunque el desempleo rural y el subempleo aumentaron.

En materia de inflación, en octubre se colocó en el 6,4% anual, por encima de la meta del Banco Central de 6%. Sin embargo, no se espera una reacción especial por parte de las autoridades monetarias, pues el fenómeno está muy asociado con el comportamiento volátil de los precios de los alimentos, mientras que la recuperación económica sigue siendo muy frágil. La política de abundante liquidez por parte del BC debe, por tanto, continuar. El sector externo presenta una preocupante tendencia al estrechamiento pues, acumulado en el año hasta septiembre, las exportaciones caen un 5,2% y las importaciones un 4,2% nominal. Un aspecto preocupante de esta tendencia es que las exportaciones no tradicionales (distintas de petróleo y café) empiezan a decrecer. Sin embargo, la balanza comercial todavía se mantiene en equilibrio.

## México

## PIB anual de 1,8% en el tercer trimestre

Durante el tercer trimestre de 2002, la economía creció un 1,8% anual, como habíamos previsto, y un 1% en tasa trimestral destacionalizada. Los sectores con mayor aportación al crecimiento fueron las actividades terciarias, especialmente comercio, comunicaciones y transportes y servicios financieros. Lo anterior fue resultado del aumento del consumo privado que responde, principalmente, al incremento de los ingresos reales, la recuperación del empleo, el crecimiento del crédito al consumo y la estabilidad de los precios.

Si bien, es la primera vez en nueve trimestres que todos los sectores registran una variación trimestral positiva, ésta fue menor a la del periodo anterior (1,3%) como consecuencia de la desaceleración del sector manufacturero, en donde el 55% de las ramas mostró caídas por el menor dinamismo de la demanda externa. El ritmo de recuperación más lento se debe a la desaceleración económica de Estados Unidos, que se confirma con la caída de la producción industrial durante tres meses consecutivos. Prevemos que el crecimiento anual en el cuarto trimestre será del 2,5% y que en 2002 el PIB registre una expansión del 1,1%.

### Continuará la volatilidad financiera

En las últimas semanas, los mercados financieros continuaron mostrando una elevada volatilidad. Considerando el nivel máximo y mínimo de las últimas semanas, la paridad peso-dólar registró una variación del 4,1% mientras que en términos anuales, en la primera mitad de noviembre, la depreciación alcanzó el 10,9%. Lo anterior se explica por la mayor incertidumbre sobre la recuperación en Estados Unidos que reduce el valor esperado de los flujos comerciales y de capital hacia México, provocando un efecto sobre el tipo de cambio del peso mayor que la variación del dólar-euro. De hecho, nuestro análisis refleja que un incremento de 10 puntos básicos en el diferencial de los bonos corporativos de EE.UU. respecto a los bonos del Tesoro, una medida que aproxima la incertidumbre, provoca una depreciación del peso frente al dólar del 0,9%.

En octubre, la inflación acumulada alcanzó el 4,4% y confirma que será superior al 5% en el año y que por primera vez en cuatro años, no se alcanzará la meta oficial. Las presiones más importantes se originan por los elevados incrementos en algunos servicios que a su vez responden a mayores costes laborales y a la menor competencia en estos sectores por la excesiva regulación y restricciones a la participación del sector privado.

Como resultado de la depreciación cambiaria y las presiones sobre la inflación, las tasas de interés de referencia, los

México: últimos datos mensuales				
	jul-02	ago-02	sep-02	oct-02
Producción industrial (% anual)	1,8	0,5	-0,6	n.d.
Inflación (% anual)	5,5	5,3	4,9	4,9
Balanza comercial acumulada en 12 m (m.M. \$)	-9,0	-8,8	-8,8	n.d.
Reservas internacionales (m.M. \$)	43,3	44,3	45,0	44,7
Tipo de cambio (Peso vs US\$)	9,78	9,83	10,06	10,08
Tasa Cetes 28 días	7,3	6,6	7,5	7,5
Spread soberano (Global 2026)	322	358	377	365
M4a (% anual)	14,3	11,5	11,0	n.d.
Tipo de cambio efectivo real (1997=100)	118	118	115	116
BBVA-MAP México (1995=100)	132	132	136	136

México: previsiones anuales				
	2000	2001	2002p	2003p
PIB (%)	6,6	-0,3	1,1	2,9
Inflación (% fin de año)	9,0	4,4	5,1	3,5
Balanza comercial (m.M. \$)	-8,0	-10,0	-9,0	-11,5
Cuenta corriente (m.M. \$)	-17,7	-17,7	-15,3	-17,1
% PIB	-3,1	-2,9	-2,4	-2,6
Reservas (m.M. \$, fin de año)	33,6	40,9	46,3	47,2
Tipo de cambio (fin de año vs US\$)	9,57	9,14	10,02	10,28
Saldo sector público (% PIB)	-1,1	-0,7	-0,7	-0,5
Tasa Cetes 28 días (fin de año)	17,6	6,8	6,9	6,5
Tipo de cambio efectivo real (1997=100)	114	120	120	116
BBVA-MAP México (1995=100)	137	131	127	126

Cetes a 28 días, se han mantenido entre el 7,3% y el 7,9%, 140 pb. por encima del promedio abril-mayo. En los plazos más largos, las tasas permanecen entre 100 y 200 pb. por encima de los mínimos del año. Estos incrementos han sido limitados por la disminución en la tasa de interés oficial en EE.UU. y la mejoría respecto a los niveles observados a finales de septiembre en la percepción de "riesgo-país" México, medida como el diferencial de los bonos soberanos sobre los bonos del Tesoro norteamericano.

En las próximas semanas prevemos continúen las presiones cambiarias asociadas principalmente a la incertidumbre sobre EE.UU. y, en menor medida, sobre Brasil. Sin embargo, la volatilidad disminuirá conforme se recupere EE.UU. y baje el riesgo global. Por su parte, las tasas de interés domésticas a corto plazo permanecerán en niveles entre el 7,2% y el 8,8% y disminuirán hasta el 6,9% al cierre de año por mayor liquidez estacional. En cuanto a las tasas de interés de largo plazo, su atractivo diferencial con respecto a las de EE.UU. será un factor que incremente su demanda y evite alzas adicionales.

Producto Interno Bruto*				
	Var % trimestral			Contribución al crecimiento, pp 3T02
	1T02	2T02	3T02	
TOTAL	-0,1	1,3	1,0	
AGROPECUARIO, SILVICULTURA Y PESCA	-0,8	0,2	2,6	0,1
MINERIA	-1,2	-0,4	1,2	0,0
MANUFACTURA	0,2	1,0	0,2	0,1
CONSTRUCCION	0,4	1,6	0,1	0,0
ELECTRICIDAD, GAS Y AGUA	0,9	1,6	0,8	0,0
COMERCIO, RESTAURANTES Y HOTELES	0,1	1,0	1,4	0,3
COMUNICACIONES	1,6	2,7	2,3	0,3
SERVICIOS FINANCIEROS, SEGUROS Y BIENES INMUEBLES	0,9	0,4	1,5	0,2
SERVICIOS COMUNALES, SOCIALES Y PERSONALES	0,6	0,5	0,0	0,0

Fuente: BBVA Bancomer con datos de INEGI.  
\* Series ajustadas de estacionalidad.

## Perú

### Las elecciones regionales cambiarán el mapa político del Perú

Al cierre de esta edición (19 de noviembre), los resultados preliminares de las elecciones regionales y municipales indicaban que el APRA había ganado en 12 regiones, en otras siete regiones habían ganado movimientos independientes, UPP habría ganado en dos regiones, mientras que Perú Posible, Somos Perú, Movimiento Nueva Izquierda y el FIM habrían ganado cada uno en una región. Por otro lado, Unidad Nacional sólo habría ganado en la municipalidad provincial de Lima, la principal del país y con status de gobierno regional.

Las conclusiones después de las elecciones son las siguientes: (i) el APRA se constituye como la primera fuerza política del país; (ii) el amplio triunfo de los independientes señala un descontento de la población con los partidos políticos tradicionales; (iii) en términos de las preferencias políticas de los electores, podemos decir que han estado sesgadas hacia partidos o movimientos regionales de izquierda o centro izquierda; (iv) los grandes perdedores han sido los movimientos de derecha y el propio partido de gobierno.

La estrategia política del APRA en el futuro inmediato determinará el tipo de equilibrio político que se tendrá en 2003. Por un lado, ya han manifestado que no piensan integrar un gabinete multipartidario, pero por otro lado están exigiendo cambios en la política económica para obligar a un cambio de gabinete y dejar patente la debilidad del gobierno.

### Las elecciones regionales se han celebrado sin tener listo el marco legal

Un aspecto central en el actual proceso de descentralización es la forma y los plazos en los que se está llevando a cabo. En primer lugar, el proceso de transición definido es de carácter acelerado, transfiriéndose inmediatamente las nuevas funciones a las estrenadas regiones. En segundo

Perú: previsiones anuales				
	2000	2001	2002p	2003p
PIB (%)	3,6	0,2	3,5	2,6
Inflación (% fin de año)	3,7	-0,1	2,0	2,0
Balanza comercial (m.M. \$)	-0,3	-0,1	0,2	0,3
Cuenta corriente (m.M. \$)	-1,6	-1,1	-0,9	-1,4
% PIB	-3,0	-2,0	-2,0	-2,3
Reservas (m.M. \$, fin de año)	8,2	8,6	9,8	9,0
Tipo de cambio (fin de año vs US\$)	3,52	3,44	3,61	3,66
Saldo sector público (% PIB)	-3,2	-2,5	-2,5	-2,4
Tasa interbancaria (fin de año)	9,3	3,3	6,0	7,0
Tipo de cambio efectivo real (1997=100)	89	91	95	94
BBVA-MAP Perú (1995=100)	86	85	89	88

lugar, se ha priorizado en el proceso la elección de los representantes antes que la aprobación de las principales leyes dada la rapidez del mismo.

La rapidez con la que se ha realizado el proceso ha venido generando algunos problemas en el proyecto de ley orgánica de regiones, como por ejemplo, el hecho de establecer de manera poco clara sus competencias en el ámbito productivo, lo que puede generar desincentivos para la atracción de la inversión privada; la no consideración de órganos fiscalizadores (Comités de Coordinación Regional); y la imposibilidad de que el gobierno nacional intervenga en las regiones en caso de inestabilidad fiscal.

Las normas legales que faltarían o que se modificarían en el futuro se darán en función de los intereses de los gobiernos regionales, los cuales propugnan un proceso mucho más acelerado que el que propone el Ejecutivo.

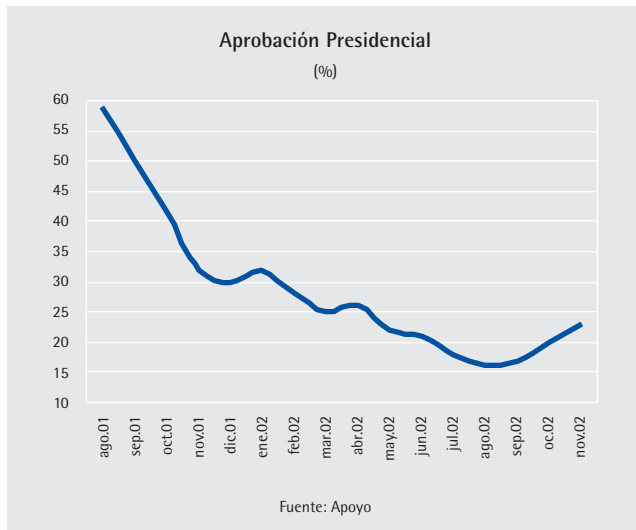
### El peligro de la regionalización: una descentralización fiscal que derive en desequilibrio fiscal

Cabe indicar que el gran riesgo se centra en el plano fiscal. De acuerdo con experiencias previas y la forma en que el proceso de descentralización se está llevando a cabo, los niveles de deudas se incrementarán. Si bien la existencia de una cláusula sobre la necesidad de aval por parte del Estado brinda ciertas garantías en términos económicos, genera sin embargo, una fuente de presión en términos políticos para la obtención de dicho aval.

Asimismo, el tema de la propiedad de las empresas públicas por parte de las regiones, además de destapar el problema de determinar quienes son los dueños en caso de la participación de varias regiones, también genera la posibilidad de endeudarse sobre el patrimonio de las mismas sin que exista ningún tipo de autocontrol y fiscalización aparente. Cabe indicar asimismo que las empresas regionales serán los primeros focos de incremento desmesurado de burocracia si no se colocan canales de control adecuados.

### Perú: últimos datos mensuales

	jul-02	ago-02	sep-02	oct-02
PIB real (% anual)	3,8	3,8	n.d.	n.d.
Inflación (% anual)	-0,1	0,3	0,7	1,4
Balanza comercial acumulada en 12 m (m.M. \$)	0,2	0,2	0,3	n.d.
Reservas internacionales (m.M. \$)	9,7	9,9	9,9	9,9
Tipo de cambio (Sol vs US\$)	3,53	3,57	3,62	3,61
Tasa interbancaria	2,9	3,1	5,2	4,6
Spread soberano (Brady PDI 2017)	765	834	810	838
Liquidez (% anual)	9,3	10,9	9,2	n.d.
Tipo de cambio efectivo real (1997=100)	94	94	94	95
BBVA-MAP Perú (1995=100)	90	86	86	86



## Venezuela

### Continúa la recesión

La economía venezolana continúa inmersa en una importante recesión que, según cálculos propios, se reflejará en una caída del PIB del 4,3% en el tercer trimestre. La actividad no petrolera caerá un 5,1% respecto al tercer trimestre del año anterior mientras que el sector petrolero mostrará una caída del 2,1%. Este comportamiento de la actividad representa una mejora respecto al resultado del segundo trimestre, hecho que se evidencia en el comportamiento del sector manufacturero. Estimamos que la caída acumulada de dicho sector hasta el mes de septiembre se ubica en un 7,7%, por debajo de la caída del 9% acumulada hasta el mes de junio.

Se espera que en el cuarto trimestre la contracción de la economía se reduzca al -2,8%, con una caída de la actividad no petrolera del 3,9% y un crecimiento del sector petrolero del 0,6%. Este trimestre estará acompañado de una fuerte expansión monetaria, entre un 15-17%, producto del crecimiento estacional de liquidez del último

trimestre donde se ejecuta alrededor del 30% del presupuesto de gastos del año. En ese período el gasto estará financiado en buena medida por el empleo de la utilidades cambiarias. Ello es una importante fuente de monetización que incrementará la presión sobre el tipo de cambio e implicará una inflación acumulada de alrededor del 5% entre noviembre y diciembre.

### Canje de deuda interna

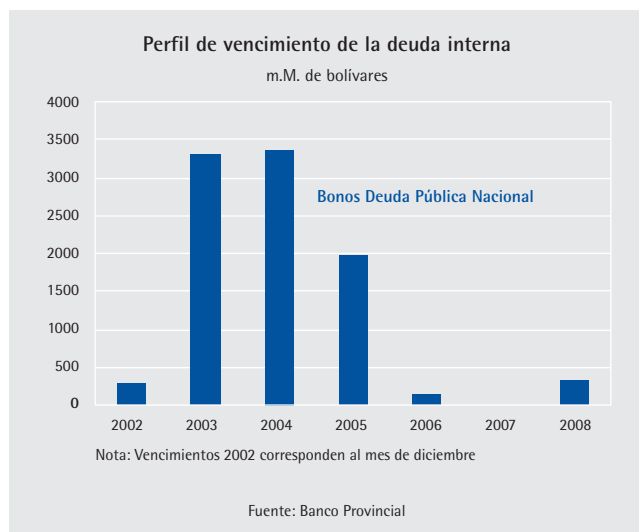
Las necesidades de financiación para 2003, estimadas en el 9,1% del PIB, son en un 60% amortización de deuda. Dentro de ella destaca la deuda interna con vencimientos de 3,3 billones de bolívares, un 2,4 % del PIB en bonos de la Deuda Pública Nacional (DPN). El stock de deuda interna es del 10,3% del PIB, concentrándose un 75% de sus vencimientos (7,7 % del PIB) entre diciembre de 2002 y diciembre de 2004.

Para hacer frente a esta concentración de vencimientos en los próximos dos años, el Gobierno ha planteado la realización de un canje voluntario de los DPN. En una primera fase se canjeará por un bono ordinario que alargará los vencimientos entre 12 y 14 meses, con un cupón que será el 90% de la TAM (corresponde a la tasa activa promedio de los seis primeros bancos), con pagos trimestrales de intereses y con el principal pagado al vencimiento. De los bonos ordinarios que resulten del canje, una porción de estos (de forma opcional) pueden ser vueltos a canjear por un bono extraordinario que será amortizado en un 50% en febrero de 2006 y el 50% restante en febrero de 2007. El cupón será del 80% de la TAM para la porción que vence en 2006 y del 85% de la TAM para la porción que vence en 2007. Estos bonos tienen una cobertura que permite un pago extraordinario en el caso en que el flujo de intereses en bolívares sea menor al flujo de intereses equivalentes en bolívares de la tasa Libor más un spread que compense el riesgo país. Esta cobertura a la devaluación no es completa ya que el principal del bono estará denominado

	jul-02	ago-02	sep-02	oct-02
Inflación(% anual)	22,0	24,2	28,2	29,9
Export. no tradicionales acumuladas 12 m (m.M.\$)	5,5	5,5	n.d.	n.d.
Importaciones acumuladas en 12 m (m.M.\$)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Reservas internacionales (m.M. \$)	11,5	11,3	11,5	12,2
FIEM (m.M.\$)	3,7	3,7	3,3	3,3
Tipo de cambio (Bolívar vs US\$)	1310	1377	1457	1442
Tasa Certificado de Participaciones 30 días	31,8	27,9	27,0	28,1
Spread soberano (Global 2027)	950	885	887	868
M2 (% anual)	8,0	6,5	n.d.	n.d.
Tipo de cambio efectivo real (1997=100)	88	87	86	90
BBVA-MAP Venezuela (1995=100)	149	153	161	158

	2000	2001	2002p	2003p
PIB (%)	3,2	2,7	-5,3	0,9
Inflación (% fin de año)	13,4	12,3	32,8	28,6
Balanza comercial (m.M. \$)	18,0	9,8	10,7	12,7
Cuenta corriente (m.M. \$)	13,4	4,4	4,8	8,1
% PIB	11,1	3,5	5,4	9,6
Reservas (m.M. \$, fin de año)	20,4	18,5	14,5*	14,8*
Tipo de cambio (fin de año vs US\$)	699	758	1620	2025
Saldo sector público (% PIB) <sup>1/</sup>	-1,8	-4,0	-4,2	-3,8
Fondo de Estabilización FIEM (m.M.\$)	4,6	6,2	--	--
Tasa Certificado de Participaciones (fin de año)	13,9	19,5	26,8	22,4
Tipo de cambio efectivo real (1997=100)	124	130	100	82
BBVA-MAP Venezuela (1995=100)	163	143	143	143

<sup>1/</sup> Saldo del Gobierno Central  
\* Incluye FIEM



en bolívares por lo que será decreciente en términos de dólares.

Las expectativas del Gobierno es que el 37% del canje opte por los bonos extraordinarios. El mecanismo que se adoptará para realizar el canje de los bonos ordinarios es mediante una subasta que puede ser no-competitiva sobre un precio que defina el Ministerio de Finanzas o a través de un precio competitivo definido por los participantes, mientras que la asignación de los bonos extraordinarios será prorrateada.

En líneas generales, se puede afirmar que el nivel de deuda interna venezolano es de los más bajos de América Latina y que no se vislumbraran graves problemas de solvencia sino más bien de liquidez asociado a una fuerte concentración de los vencimientos en los próximos 24 meses.

## OTROS PAÍSES

### Bolivia

#### ¿Darán resultado las medidas reactivadoras?

Con el fin de reactivar la economía, se anunciaron nuevas medidas que apuntan al fortalecimiento del sistema financiero. Es necesario reducir los problemas derivados de una alta morosidad que a la fecha llega a ubicarse en cerca de 690 millones de dólares, y que impide a la banca continuar otorgando nuevos créditos al sector privado. Así, se estableció la necesidad de flexibilizar normas relativas a la reprogramación de créditos para restablecer el circuito de intermediación financiera. Para ello se faculta a la banca a reprogramar deudas a solicitud de los prestatarios hasta el 31 de marzo de 2003. En lo que concierne a los aspectos operacionales, se precisa que las reprogramaciones deberán incluir un periodo de gracia de dos años para el pago de intereses, y de tres años para la amortización del

	2000	2001	2002p	2003p
PIB (%)	2,4	1,2	1,9	2,4
Inflación (% fin de año)	3,4	0,9	1,8	2,0
Balanza comercial (m.M. \$)	-0,6	-0,4	-0,5	-0,6
Cuenta corriente (m.M. \$)	-0,6	-0,3	-0,6	-0,7
% PIB	-5,4	-3,7	-6,9	-7,2
Reservas (m.M. \$, fin de año)	1,1	1,0	0,8	1,0
Tipo de cambio (fin de año vs US\$)	6,4	6,8	7,4	7,6
Saldo sector público (% PIB)	-3,8	-6,5	-7,0	-5,0
Tipo de cambio efectivo real (1997=100)	100	97	99	97
BBVA-MAP Bolivia (1995=100)	98	91	90	91

principal. Mientras tanto se dejaron en suspenso, hasta tratar el tema presupuestario, algunas modificaciones tributarias anunciadas, que permitirían mejorar en 250 millones de dólares los recursos orientados a la inversión pública.

En ese mismo sentido, el gobierno llevará a cabo el programa Obras con Empleo (2002-2007), que estaría generando alrededor de 100 mil puestos de trabajo. Este esquema fue finalmente aprobado por el Directorio de la Corporación Andina de Fomento (CAF), desembolsándose los primeros 200 millones de dólares de un total de 1.800 solicitados a este organismo para su financiación.

Por otra parte, el tipo de cambio a finales de octubre se ubica en 7,40 Bs/\$, nivel que equivale a una depreciación nominal de 8,5% en lo que va de año, pero que no ha ejercido mayor presión sobre los precios internos por la debilidad de la demanda interna, ya que la inflación acumulada hasta esa misma fecha es de apenas 1,5%.

Las exportaciones, que hasta agosto totalizan 798 millones de dólares, gran parte de las cuales son ventas de gas a Brasil, son insuficientes para cubrir las mayores necesidades de importaciones, lo que se traduce en una brecha comercial de 386 millones de dólares.

El menor dinamismo de la actividad ha deteriorado las expectativas de mejora de las cuentas fiscales, estimándose que el déficit para el presente año superará el 7,0% del PIB. Para 2003, la reducción del déficit, estimado en 5,0% del PIB, podría verse afectada si se aprueban dos medidas anunciadas a finales de octubre: la cobertura total del Seguro Materno Infantil y el pago del Bonosol para los mayores de 65 años.

### Ecuador

#### ¿Qué resultará después de las elecciones?

No queda claro el rumbo que tomará la economía ecuatoriana después de las elecciones del 24 de noviembre, que deter-

**Ecuador: previsiones anuales**

	2000	2001	2002p	2003p
PIB (%)	2,3	5,6	3,0	3,0
Inflación (% fin de año)	91,0	22,4	11,2	7,8
Balanza comercial (m.M. \$)	1,5	-0,5	-0,8	-1,1
Cuenta corriente (m.M. \$)	0,9	-0,8	-1,1	-1,2
% PIB	6,8	-4,3	-3,8	-4,3
Reservas (m.M. \$, fin de año)	1,2	1,1	1,0	0,9
Tipo de cambio (fin de año vs US\$)	1*	1*	1*	1*
Saldo sector público (% PIB)	1,7	0,7	0,1	-1,0
Tipo de cambio efectivo real (1997=100)	66	91	104	112
BBVA-MAP Ecuador (1995=100)	125	116	118	109

\*El sucre ha dejado de existir como moneda oficial de Ecuador en día 9/9/2000. Ha sido remplazado por el dólar

minarán como presidente a Lucio Gutiérrez ó a Álvaro Noboa. Ambos candidatos, que representan movimientos políticos recientemente creados, responden claramente a la insatisfacción de la ciudadanía respecto a los decepcionantes resultados generados por los gobiernos de los partidos tradicionales. Si bien se puede hablar de una especie de "anquilosamiento" de las ideologías de los partidos tradicionales en sus posturas políticas y económicas, no existen tampoco soluciones claras que puedan ser obtenidas a partir de las dos candidaturas supervivientes para esta segunda vuelta.

Los programas económicos de ambos partidos no terminan de quedar claros para los agentes económicos. Aunque tanto los equipos de Gutiérrez como de Noboa se han preocupado al menos de brindar claros mensajes de responsabilidad en el manejo de las cuentas fiscales, respeto a la dolarización y la firma de un acuerdo *stand-by* con el Fondo Monetario, no queda clara aún la existencia de una visión programática por parte de ninguno de los candidatos respecto a la profundización de reformas estructurales, que es lo que necesita la economía ecuatoriana para la generación de competitividad. Si poco se conocía antes de la primera vuelta respecto a los programas de ambos, no mucho más se conoce en el tramo final, donde los candidatos se enfrascaron en mensajes y actitudes populistas y en el envío de ataques y denuncias. En todo caso, sí se ha podido observar un rápido movimiento de Gutiérrez desde su posición inicial, apegada a la izquierda, hacia una más de centro, incluyendo un viaje a Estados Unidos a fin de brindar tranquilidad a los mercados.

Si bien los indicadores de actividad económica en 2002 no son malos, con un crecimiento de la inversión apoyado por la construcción del oleoducto de crudos pesados, existe riesgo de que esta tendencia pueda verse paralizada. Es vital, en primer lugar, brindar estabilidad en las cuentas fiscales, considerando que el país debe efectuar pagos de deuda externa por 2067 millones de dólares, con la imposibilidad de acceder a los mercados, si finalmente no hay

acuerdo con el Fondo. La deuda externa de largo plazo ecuatoriana tiene una calificación de riesgo elevado. Actualmente, Standard & Poor's la califica con CC+; Moody's califica la deuda extranjera con Caa2/Caa3, mientras Fitch, que la califica por primera vez, lo hace con CCC+. Todo ello es síntoma de una economía todavía bastante vulnerable a crisis internas y externas.

**Puerto Rico**

**Se mantiene estable la inflación, a pesar del repunte en septiembre**

La inflación interanual aumentó hasta el 7,7% en septiembre, pero ello se debió principalmente a un efecto de base por el favorable comportamiento de los precios en septiembre de 2001. No obstante, si se observa el dato intermensual, no se registró cambio alguno en el IPC. Más aún, la inflación acumulada de enero a septiembre fue de 5,4%, la más baja de los últimos cuatro años para dicho período. Si se mantiene la tendencia actual, como se espera, el aumento del IPC en 2002 será el más bajo registrado desde 1998.

Entre agosto y septiembre se produjeron bajadas en dos de los componentes de mayor ponderación en el IPC: alimentos y bebidas (-0,3%) y ropa y productos relacionados (-0,2%). Fue esto lo que ocasionó una inflación intermensual de cero. Por otro lado, hubo aumentos considerables en los precios de educación y recreo (0,9%) y de alojamiento (0,6%). Los componentes relacionados con los costes de la energía, como transporte, no repitieron los fuertes incrementos que habían registrado en meses anteriores.

Información de reciente divulgación, aunque con varios meses de retraso, revela que hasta julio continuaba la atonía en el comercio exterior, excepto en los productos químicos. Las exportaciones de mercancías en el período enero-julio (26,9 m.M.\$) aumentaron apenas 2,4% con respec-

**Puerto Rico: previsiones anuales**

Años Fiscales (julio-junio)	2000	2001e	2002p	2003p
PNB* (%)	3,2	1,7	0,3	2,8
Inflación (% fin de año)	9,8	8,8	6,2	5,3
Balanza comercial (m.M. \$)	6,7	14,5	8,1	7,5
Cuenta corriente (m.M. \$)	7,0	6,7	7,6	8,0
Ingresos fiscales (m.M. \$)	6,5	6,1	7,1	7,3
Endeuda. Neto del Sector Público** (% PNB)	4,5	5,0	5,1	5,1

\*Debido a la presencia dominante del capital estadounidense en la manufactura de Puerto Rico, el PIB del país supera por poco más de 20 mil millones de dólares al PNB y no se considera una medida adecuada. Por lo tanto, se utiliza preferentemente el PNB.

\*\* Utilizado como proxy del saldo del sector público, ya que no está disponible.

to al mismo período de 2001. Sin embargo, las exportaciones de productos químicos, principalmente de la industria farmacéutica, aumentaron 10,2% en el período de referencia. Dichos productos constituyeron el 70,5% de las exportaciones totales, por lo que se infiere que otros rubros de exportación sufrieron mermas considerables. Algo similar ocurrió con las importaciones. El total de enero a julio (17,9 m.M.\$) fue un 4,6% mayor que en igual período del año previo. Aún así, las importaciones de productos químicos, en su mayoría insumos para la industria farmacéutica local, tuvieron un alza del 20,7%. En conjunto, el movimiento de exportaciones e importaciones indica claramente que, a excepción de la industria farmacéutica, el resto de la manufactura de exportación presenta un comportamiento débil en los primeros siete meses de 2002. Dado que más del 80% de la producción manufacturera se destina a la exportación, y que la manufactura aporta más del 40% del producto bruto del país, estos datos indican una atonía que afecta a la economía en su conjunto.

## Uruguay

### Incipiente mejora en el plano fiscal y agravamiento en términos de actividad

La última información disponible señala que en septiembre el gobierno central logró una sustancial mejora en sus cuentas, alcanzando un importante superávit primario. Este resultado fue conseguido a partir del incremento nominal de la recaudación, como consecuencia del efecto inflacionario y del aumento de algunos tributos, al mismo tiempo que se observó una disminución en los gastos. Esto último, sin embargo, se explica básicamente por el retraso en el pago a proveedores.

En contraste con los datos favorables de las cuentas públicas, durante el tercer trimestre del año se ha producido una importante retracción del comercio exterior, una significativa caída en la recaudación real, que tiene una alta correlación con el PIB, y un aumento de la tasa de desem-

pleo. Esto nos hace prever un segundo semestre difícil en el que el nivel de actividad caerá en torno al 12%.

En cuanto al sector exterior, se ha observado un drástico descenso de las importaciones (51,2% en agosto) debido a la contracción de la demanda interna. Al mismo tiempo, las exportaciones, tras dos meses de recuperación, han vuelto a caer en los meses de julio (-2,0%) y agosto (-9,7%), consecuencia de la escasa oferta de crédito que origina dificultades en la financiación de la producción. Por su parte, la recaudación real cayó en el tercer trimestre un 12,5% anual, mientras que la tasa de desempleo registró un máximo histórico en el trimestre julio-septiembre alcanzando el 19%.

El interrogante que se presenta es si Uruguay mostrará en los próximos trimestres signos de recuperación o si ésta tardará en llegar. Como factores favorables se encuentran la recuperación de sus principales socios comerciales y la mejora del tipo de cambio real con respecto a terceros países (extra-Mercosur). Sin embargo, la escasa oferta de financiación y las altas tasas de interés, necesarias para contener el tipo de cambio y no afectar aún más la situación de los deudores en moneda extranjera, juegan en contra de la recuperación a corto plazo.

### Se postergaría la solución para los bancos suspendidos

La situación de los cuatro bancos privados que a la fecha se encuentran suspendidos sigue sin una resolución. Al cierre de este informe, parece que el gobierno prorrogaría nuevamente la fecha límite para pronunciarse sobre este tema. El motivo es que todavía continúan las negociaciones entre las autoridades uruguayas y los accionistas del Banco de Crédito en relación al futuro de dicha entidad. En cuanto a los otros tres bancos, el destino más probable es que sean fusionados dando lugar a una nueva entidad que tendría al Estado como principal accionista.

## Materias primas

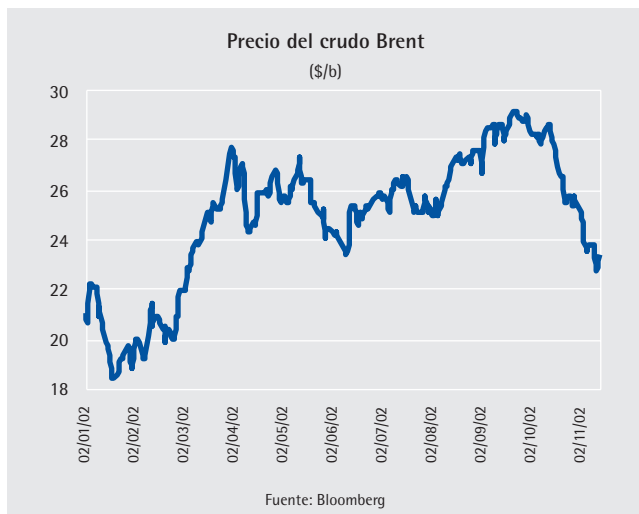
### El precio del crudo se reduce en noviembre

El precio del crudo se ha reducido significativamente durante las últimas semanas. Así, en noviembre el precio medio del barril Brent está sobre los 24 dólares, frente a los más de 28 dólares del mes de septiembre. Esta reducción estaría motivada por una caída de la prima de riesgo de guerra y un aumento de producción significativo, alrededor de 1,3 millones de barriles. El precio podría volver a repuntar a corto plazo con la llegada del invierno en el hemisferio norte y si tiene lugar un aumento de la mencionada prima de guerra.

Pero, de cara al año 2003 esperamos cierta estabilidad de precios. Según datos de la IEA, los productores "No OPEP"

### Uruguay: previsiones anuales

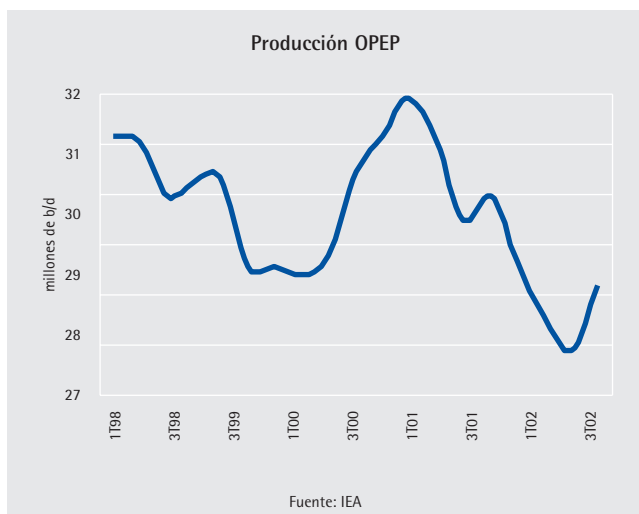
	2000	2001	2002p	2003p
PIB (%)	-1,3	-3,1	-9,8	0,5
Inflación (% fin de año)	5,1	3,6	23,9	25,4
Balanza comercial (m.M. \$)	-1,2	-1,0	-0,2	0,3
Cuenta corriente (m.M. \$)	-0,5	-0,5	-0,1	0,4
% PIB	-2,7	-2,5	-0,6	3,4
Reservas (m.M. \$ fin de año)	2,6	2,9	0,8	n.d.
Tipo de cambio (fin de año vs US\$)	12,5	14,1	28,1	34,9
Saldo sector público (% PIB)	-4,1	-4,3	-3,9	-2,9
Tipo de cambio efectivo real (1997=100)	110	111	102	85
BBVA-MAP Uruguay (1995=100)	76	76	75	76



van a aumentar su producción media anual hasta 48,8 millones de barriles, frente a los 47,9 que es la producción estimada en 2002. Pensamos que los países de la OPEP van a mantener cierta disciplina en la producción y, por tanto, ésta crecerá de manera muy moderada (por debajo del millón de barriles diarios desde los niveles actuales). Finalmente, la demanda media de 2003 crecería modestamente hasta los 79 millones de barriles diarios, dado el débil escenario económico mundial.

**Riesgo en 2003: ¿cambio de modelo?**

A largo plazo, los riesgos apuntan a un precio claramente menor. En la segunda mitad del año 1999 tuvo lugar un cambio en la estructura del mercado del crudo, ocasionado por los recortes de producción de la OPEP. De manera simplificada se podría decir que durante el periodo 1986-1998 el mercado del crudo estaba dominado por "factores de demanda". En este periodo, el crecimiento mundial o las condiciones meteorológicas en el hemisferio norte marcaban, en buena medida, la evolución del precio. El precio medio de dicho período fue de 19 dólares por barril (\$/b).



Sin embargo, los recortes de producción de la OPEP llevados a cabo durante 1999 cambiaron el panorama. El mercado del crudo pasó a estar dominado por "factores de oferta". Desde dicho año, las reuniones de la OPEP tienen especial relevancia para los mercados y marcan la evolución del precio. El precio medio del crudo tipo Brent de este periodo ha sido de 25\$/b.

Esta forma de enfocar el mercado de petróleo conlleva, obviamente, una simplificación excesiva pues el precio se determina tanto por factores de oferta como de demanda.

El modelo "de oferta" que ha dominado el panorama petrolero en el periodo 1999-2002 podría llegar a su fin en 2003. La actual situación de tensión política entre Estados Unidos e Irak no parece sostenible a medio plazo. Cuando dicha tensión finalmente termine, Irak deberá afrontar rápidamente la reconstrucción de su economía y, para ello, posiblemente aumente sus exportaciones petroleras. Actualmente, las exportaciones petroleras de Irak están restringidas al programa "petróleo por alimentos". Según algunas estimaciones, este país podría aumentar su producción en 1 millón de barriles rápidamente (1,3% de la producción mundial).

Por otra parte, la economía mundial sigue deprimida. No se espera un cambio significativo de la situación en 2003, por lo que la demanda mundial de crudo seguirá creciendo moderadamente (1,6% según nuestras estimaciones).

Finalmente, se espera que los países productores que no son miembros de la OPEP sigan aumentando su producción por encima del crecimiento de la demanda y, por lo tanto, ganando cuota de mercado.

En este escenario, en el cual se supera la tensión política entre Estados Unidos e Irak a lo largo de 2003, los demás países de la OPEP deberán contener otro año más su producción para mantener los precios dentro de su banda objetivo (22\$/b y 28\$/b para la cesta de crudo de la OPEP). Esto, sin embargo, parece poco probable y, por tanto, esperaríamos un aumento de la producción lo que implicaría retornar al viejo modelo "de demanda" imperante en el periodo 1986-1999. Así, si este cambio finalmente tiene lugar, para finales del año 2003 el precio podría ser revisado a la baja.

Previsiones anuales					
(fin de año)					
	1999	2000	2001	2002	2003
Indice BBVA-MAP LATAM	105	98	83	96	92
Petróleo Brent (\$/b)	25	26	19	25	23
Cobre (€/lb)	81	84	62	72	81
Café (€/lb)	138	78	63	70	72
Soja (€/bush)	447	491	440	550	490
Oro (\$/onza)	283	272	275	310	290

Fuente: BBVA

## FOCUS: Financiación bancaria internacional en Brasil

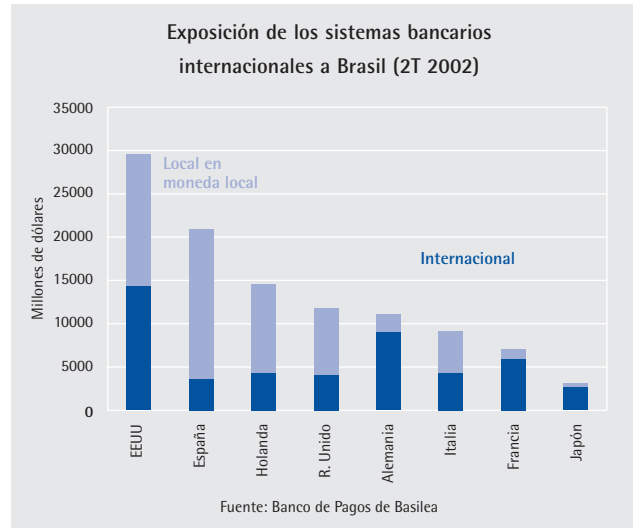
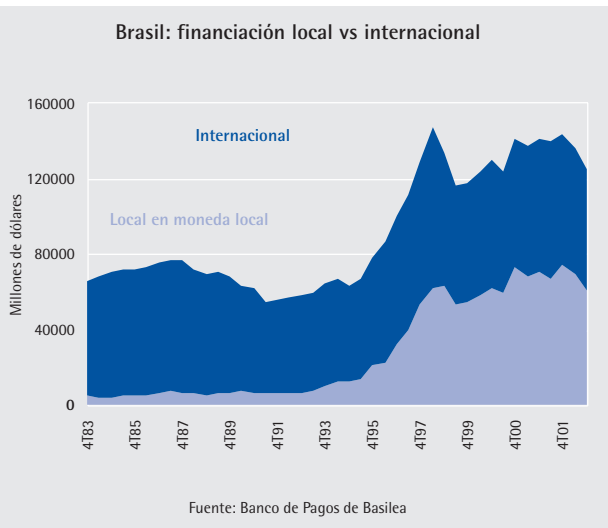
De acuerdo con las estadísticas del Banco de Pagos de Basilea (BPB), la exposición de los sistemas bancarios de los países desarrollados a Brasil se elevaba a 124 mil millones de dólares a finales de junio, un 8% inferior a la del primer trimestre del año. No obstante, el cálculo de estas posiciones en dólares sobrevalora este descenso, puesto que entre marzo y junio el real brasileño se depreció en torno al 20%. De esta forma, si se excluye la financiación local en moneda local, la exposición de la banca internacional a Brasil habría descendido en un más moderado 4%. Si además se convierte la exposición local en moneda local a los tipos de cambio vigentes al final del período considerado, los bancos extranjeros establecidos en Brasil habrían aumentado su financiación a este país en un 6,5%.

A la luz de esta información, la reacción de los bancos extranjeros a la volatilidad financiera que comenzó a experimentar Brasil en el segundo trimestre del año fue limitada. No obstante, el retraso con el que se publican estas estadísticas no permite realizar una valoración más precisa sobre el comportamiento de la banca internacional frente al recrudecimiento de la crisis que tuvo lugar fundamentalmente en el tercer trimestre. Sin embargo, sí que aporta información relevante para el análisis de la exposición bancaria internacional a esta economía.

Como se observa en el gráfico, la financiación local en moneda local ha aumentado su importancia de manera significativa en los últimos seis años. El establecimiento de bancos extranjeros en Brasil explica este auge, aunque la presencia de éstos en el sistema bancario brasileño es de las más bajas de América Latina (un 26% a junio frente a cerca del 80% en México o casi el 50% en Argentina a finales de 2001). En la actualidad, alrededor del 50% de la financiación internacional se concede localmente, mientras que la otra mitad es otorgada por bancos establecidos en terceros países. No obstante, es importante resaltar las heterogeneidades que se detectan en este ámbito entre los principales sistemas bancarios acreedores de Brasil.

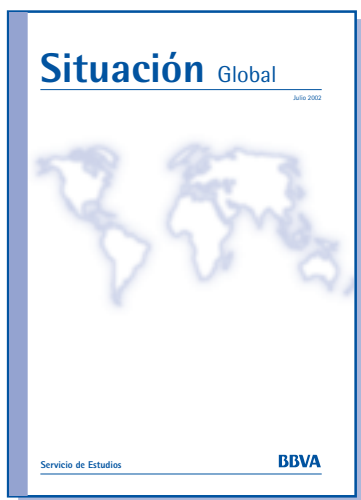
Así, cabría distinguir un primer grupo de países en los que la proporción concedida local e internacionalmente está equilibrada, guardando la misma proporción que el agregado. En este grupo se encontrarían básicamente Estados Unidos (principal acreedor bancario de Brasil) e Italia. Un segundo grupo estaría formado por los bancos cuya financiación es básicamente cross-border, o, dicho de otro modo, con una presencia local reducida. Aquí se encuadrarían Alemania, Francia y Japón. Finalmente, se puede distinguir un tercer grupo de países en los que predomina de manera abrumadora la presencia local. El principal exponente de esta categoría sería el sistema bancario español (segundo acreedor bancario de Brasil), puesto que más del 80% de la financiación concedida por los grupos españoles ha sido intermediada por sus filiales brasileñas. Holanda y Reino Unido también se encuadrarían dentro de este último grupo.

La creciente presencia local de la banca extranjera en estos países ha llevado a que con frecuencia se hayan establecido paralelismos entre la situación del sistema bancario argentino y brasileño. Sin embargo, existen diferencias importantes entre la distribución de los riesgos que asume la banca local en uno y otro caso. El sistema bancario brasileño se caracteriza por una mayor exposición relativa al riesgo soberano local. En torno al 30% de los activos de la banca brasileña estaban materializados en títulos o préstamos al sector público en agosto de 2002 frente al 20% de Argentina a finales de 2001. Por el contrario, el grado de dolarización es muy inferior al argentino, lo que entraña un menor impacto directo sobre los balances bancarios de las fuertes oscilaciones del tipo de cambio de los últimos meses.



Carmen Hernansanz – Servicio de Estudios BBVA  
[carmen.hernan@grupobbva.com](mailto:carmen.hernan@grupobbva.com)

## OTRAS PUBLICACIONES DEL SERVICIO DE ESTUDIOS DE BBVA



Interesados dirigirse a:

Servicios Generales Difusión BBVA  
Gran Vía, 1  
48001 Bilbao  
Tfn: 34-94-4876231  
Fax: 34-94-4876417

Internet:  
<http://www.bbva.es>

Depósito Legal: M-31252-2000

*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.*

**BBVA**