

BANCO CENTRAL DEL ECUADOR

## **Boletín de Economía Internacional**

**Dirección General de Estudios**

**Primer Trimestre de 2005**

## ***Contenido***

Visión General.....	pág.3
1. Evolución Económica Primer Trimestre 2005	
1.1 Estados Unidos.....	pág.5
1.2 Unión Europea.....	pág.9
1.3 China.....	pág.10
1.4 Japón.....	pág.11
1.5 América Latina.....	pág.12
1.5.1 Brasil.....	pág.12
1.5.2 Argentina.....	pág.14
2. Mercados Financieros.....	pág.15
3. Commodities.....	pág.18
4. Riesgos Globales.....	pág.20

## Visión General

- ◆ Luego de un año 2004 particularmente excepcional en términos del crecimiento económico mundial, el 2005 se perfila como un año positivo, en el cual sin embargo no se alcanzará una expansión económica similar a la registrada el año anterior. Mientras la economía creció en 5.1% en el 2004, para este año se ha proyectado un crecimiento económico de 4.3%<sup>1</sup>.
- ◆ El crecimiento más bajo de este año obedecería a una menor dinámica de la producción industrial y del comercio internacional, así como a los elevados precios del petróleo. De acuerdo al FMI<sup>2</sup>, el crecimiento del volumen de comercio de bienes y servicios pasaría de 9.9% en el 2004 a 7.4% en el 2005. En el caso de las economías avanzadas, el crecimiento de las importaciones pasaría de 8.5% a 6.5% y el de las exportaciones de 8.1% a 5.9%. En las economías emergentes y países en desarrollo, el crecimiento de las importaciones caería de 15.5% a 12% y el de las exportaciones de 13.8% a 9.9%.
- ◆ En el 2005 el crecimiento económico estaría sustentado en un manejo acomodaticio de la política macroeconómica, condiciones financieras favorables, crecimiento del empleo y el fuerte crecimiento de la economía china.
- ◆ Estados Unidos y China siguen siendo determinantes en la evolución económica mundial. El año anterior China creció en 9.5%, continuando así con un acelerado ritmo de crecimiento económico (9.3% en el 2003). La mayor demanda de la economía China ejerció una clara presión hacia el alza de los precios de algunas materias primas, lo cual favoreció en especial a las economías emergentes. Por su parte, el desempeño de la economía Estadounidense no se vio seriamente afectado por el elevado precio del petróleo, observándose un crecimiento de 4.4% durante el 2004 y proyectándose un 3.6% para el 2005.
- ◆ En el 2004, la Unión Europea y Japón continuaron con un pobre desempeño económico, por lo cual los desequilibrios globales han tendido a profundizarse. Sin embargo, en los primeros meses del presente año se han evidenciado ciertos signos de recuperación, especialmente en términos de la demanda doméstica de las economías europeas.
- ◆ Durante el 2004, la evolución económica de la región latinoamericana superó las expectativas, como consecuencia de los mayores precios del petróleo, una mejora en la percepción de los mercados internacionales, y el progreso observado en algunas reformas estructurales. Muchos países aprovecharon las favorables condiciones internacionales para mejorar la estructura de su deuda externa y prefinanciar las obligaciones del 2005. El crecimiento de la región fue de 5.7% en el 2004 y se espera alcance el 4.1% en el presente año.

<sup>1</sup> FMI, World Economic Outlook, April 2005.

<sup>2</sup> Ibid,

- ◆ Los elevados precios del petróleo, más que afectar el crecimiento mundial, han beneficiado el desempeño económico de varios países emergentes. Los ajustes hacia el alza de los precios también se explicaron por una creciente demanda de este producto por parte de las carteras de inversión, concretamente de los hedge funds. El impacto de un mayor precio del petróleo en el crecimiento económico mundial parece haber decaído. De acuerdo al FMI, en años pasados un incremento sostenido de US\$ 5 en el precio del barril del petróleo reducía el crecimiento del PIB mundial en 0.3 puntos porcentuales. En el 2004 el impacto fue menor, debido probablemente a que el incremento en el precio se debió en parte a la fuerte expansión económica a nivel global. Sin embargo, el impacto del precio del petróleo difiere de acuerdo a las posibilidades de autoabastecimiento de las economías. En el caso de las economías europeas y el Japón, el nivel de producción petrolera es menor al de los Estados Unidos y por lo tanto un mayor precio no solo afecta al crecimiento económico sino que incluso genera presiones inflacionarias.
- ◆ A nivel global, la inflación se mantendría moderada, debido a un ajuste mesurado de la políticas monetarias aplicado en varios países y a la constante preocupación de los Bancos Centrales por controlar los repuntes inflacionarios. De acuerdo al FMI, durante el 2005 la tasa de inflación de las economías avanzadas bordeará el 2%, igual porcentaje al registrado el año anterior. En el caso de las economías emergentes y países en desarrollo, se registraría una inflación de 5.5%, ligeramente inferior a la observada en el 2004 (5.7%).
- ◆ Desde mediados del 2004 a febrero de 2005 las tasas de interés de largo plazo en términos reales mostraron una clara tendencia a la baja en la Zona Euro y Estados Unidos. En el caso de Estados Unidos este comportamiento parece no ser consistente con las expectativas de mayor crecimiento económico en el largo plazo, y respondería más bien a una creciente demanda de activos denominados en dólares, que habrían determinado una caída de la prima de riesgo y por ende un menor rendimiento. En la Zona Euro también se advierte una mayor demanda de activos de largo plazo, en especial por parte de los Fondos de Pensiones y Compañías de Seguros.
- ◆ La depreciación del dólar continúa; desde septiembre de 2004 su pérdida de valor ha estado en torno al 6% y en 17% en relación al pico alcanzado en febrero 2002<sup>3</sup>.

<sup>3</sup> FMI, World Economic Outlook, April 2005

**Cuadro No.1**  
**Perspectivas mundiales**  
**(Tasas de variación anual)**

	<u>2003</u>	<u>2004</u>	<u>2005</u>	<u>2006</u>
<b>Producción Mundial</b>	4	5.1	4.3	4.4
Economías Avanzadas	2	3.4	2.6	3
Estados Unidos	3	4.4	3.6	3.6
Area Euro	0.5	2	1.6	2.3
Alemania	-0.1	1.7	0.8	1.9
Francia	0.5	2.3	2	2.2
Italia	0.3	1.2	1.2	2
España	2.5	2.7	2.8	3
Japón	1.4	2.6	0.8	1.9
Canadá	2	2.8	2.8	3
Asia en Desarrollo	8.1	8.2	7.4	7.1
China	9.3	9.5	8.5	8
India	7.5	7.3	6.7	6.4
ASEAN-4	5.4	5.8	5.4	5.8
Medio Oriente	5.8	5.5	5	4.9
Hemisferio Occidental	2.2	5.7	4.1	3.7
Brasil	0.5	5.2	3.7	3.5
México	1.6	4.4	3.7	3.3
<b>Precios de los Commodities (US\$)</b>				
Petróleo (1)	15.8	30.7	23.2	
No energéticos	7.1	18.8	3.8	
<b>Precios del Consumidor</b>				
Economías Avanzadas	1.8	2	2	1.9
Otras economías emergentes y países en desarrollo	6	5.7	5.5	4.6
<b>LIBOR</b>				
Depósitos en dólares	1.2	1.8	3.3	4.1
Depósitos en euros	2.3	2.1	2.3	2.9
Depósitos en yenes	0.1	0.1	0.1	0.4

(1) Promedio simple de los precios spot del U.K Brent, Dubai, y WTI.  
El precio promedio del petróleo en fue de US\$ 37.76 por barril en el 2004  
y se asume sería de US\$ 46.5 en el 2005 y US\$ 43.75 en el 2006

Fuente: FMI, World Economic Outlook, April 2005

## 1. Evolución Económica Primer Trimestre 2005

### 1.1 Estados Unidos

- ◆ Estados Unidos sigue creciendo por arriba de su nivel tendencial debido particularmente a una fuerte demanda doméstica. De acuerdo a algunos analistas, este país habría pasado de una etapa de recuperación a una fase de expansión

económica, caracterizada por un menor crecimiento y repuntes inflacionarios. Al primer trimestre de 2005 el PIB de Estados Unidos registró una variación anual del 3.5%, inferior a la observada el año pasado y en el trimestre inmediato anterior (3.8%). Este resultado se explica por una menor dinámica de las actividades de consumo, inversión y comercio. Así, el crecimiento del gasto de consumo cayó de 4.25% en el último trimestre de 2004 a 3.5% en el primer trimestre de este año. Los especialistas mantienen que en el 2005 la economía crecerá por encima del nivel tendencial.

- ◆ Por otro lado, las presiones inflacionarias reaparecieron el primer trimestre del año. El IPC ajustado estacionalmente creció en 4.3%, situándose por encima de la inflación anual del 2004 (3.3%). El deflactor del PIB alcanzó una variación anual de 3.3% y en el caso de los deflatores de la inversión, las exportaciones y el software y equipo, las variaciones registradas fueron mayores. En el mes de marzo, el índice de precios para gastos de consumo personal se incrementó en 0.5%, luego del incremento del 3% registrado en febrero. El índice de precios estructural (excluye alimentos y energía) subió en 0.2% y 0.3% en febrero y marzo respectivamente. Con el objetivo de controlar las presiones inflacionarias, la FED ha continuado aplicando una política mesurada de ajuste monetario, incrementado las tasas de interés de los Fondos Federales.

**Cuadro No.2**  
**Inflación en E.E.U.U**

	A diciembre							A marzo
	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
General	1.6	2.7	3.4	1.6	2.4	1.9	3.3	4.3
Alimentos y Bebidas	2.3	2	2.8	2.8	1.5	3.5	2.6	1.5
Vivienta	2.3	2.2	4.3	2.9	2.4	2.2	3	3.8
Transporte	-1.7	5.4	4.1	-3.8	3.8	3	6.5	10.3
Medical care	3.4	3.7	4.2	4.7	5	3.7	4.2	6
Energía	-8.8	13.4	14.2	-13	10.7	6.9	16.6	21.1
Bienes	-15.1	29.5	15.7	-24.5	23.7	6.9	26.7	39.6
Servicios	-3.3	1.2	12.7	-1.5	0.4	6.9	6.8	2.3

Fuente: Bureau of Labor Statistics

- ◆ El índice de precios de las importaciones creció en 0.6%, 0.8% y 1.8% en los tres primeros meses del año,. En marzo se registró el mayor incremento observado desde enero de 2003, mismo que estuvo explicado por los mayores precios del petróleo.
- ◆ De acuerdo a la encuesta a los consumidores elaborada por la Universidad de Michigan, las expectativas de inflación anual se han incrementado, pasando de 2.5% a comienzos de año a 3.5% en la actualidad. El crecimiento sostenido del spread entre el rendimiento del Bono del Tesoro a 10 años y el rendimiento del Bono TIPS a 10 años, también muestra que los mercados financieros esperan un repunte inflacionario en el futuro cercano. De acuerdo al FMI, durante este año, la inflación estadounidense sería similar a la observada en el 2004 (2.7%).

- ◆ Por otro lado, para algunos analistas, el incremento de los costos laborales, asociado a menores ganancias de productividad, propias de una fase económica expansiva, también podrían contribuir a las presiones inflacionarias<sup>4</sup>. Durante el primer trimestre de 2005, la productividad registró variaciones positivas en la mayoría de sectores.

**Cuadro No.3**  
**Productividad en E.E.U.U**

	Variación respecto al trimestre anterior	Variación respecto al mismo trimestre del año anterior
Business	2.1	2.7
Nonfarm business	2.6	2.5
Manufactura	3.9	5.5
Durables	6.3	6.5
No Durables	1.3	4.6

Fuente: Bureau Labor of Statistics

- ◆ Para algunos economistas, la compra de dólares por parte de la economía china y otros gobiernos asiáticos ha permitido mantener bajas las tasas de interés, a pesar de los préstamos realizados por el gobierno de E.E.U.U para cubrir el déficit presupuestario. Las bajas tasas de interés han propiciado el auge del sector de la vivienda, lo cual a su vez ha permitido sustentar el gasto de consumo de aquellos propietarios que lograron refinanciar sus hipotecas<sup>5</sup>.
- ◆ El elevado déficit en cuenta corriente de los E.E.U.U, que a marzo alcanzó un nivel equivalente al 6.3% del PIB, ha sido financiado gracias a la fuerte demanda de activos estadounidenses en el exterior, especialmente por parte de los Bancos Centrales de Asia. Entre febrero de 2004 y febrero de 2005, las economías asiáticas demandaron la mitad de las nuevas emisiones del Tesoro norteamericano. La profundización del déficit en cuenta corriente puede explicarse entre otros, por el mayor crecimiento económico de este país en relación a las otras economías desarrolladas, así como por el incremento del precio del petróleo. Para Alan Greenspan, mientras el déficit pueda ser financiado no hay un riesgo inminente para la economía.
- ◆ Por el contrario, en el tema fiscal el panorama sería más preocupante. Greenspan advirtió que la política fiscal actual de los Estados Unidos es insostenible debido a las mayores presiones generadas por el incremento futuro del gasto en pensiones y salud. El Presidente de la Reserva Federal ha señalado que el crecimiento económico no será suficiente para dotar de los recursos necesarios para hacer frente a los gastos asociados al envejecimiento poblacional, por lo cual se hace necesaria la implementación de reformas estructurales. El gasto del sistema de Seguridad Social, Medicare y Medicaid alcanzaría al 8% del PIB de dicha economía.

<sup>4</sup> Wachovia, Weekly Economic and Financial Commentary, 29 de abril 2005.

<sup>5</sup> Krugman P., "La conexión China", mayo 2005.

- ◆ El valor total de los activos del Sistema de Pensiones de los Estados Unidos asciende a US\$ 12.000 mil millones de dólares, de los cuales US\$ 4300 mil millones se encuentran en manos del sector privado. De este monto US\$ 1800 mil millones corresponden a los planes de beneficios definido, que cubren aproximadamente a 34 millones de americanos y cuya reforma se encuentra actualmente en discusión. Debido al decaimiento del mercado de acciones, tras la burbuja registrada en el sector tecnológico, y a las menores tasas de interés, los planes de beneficio definido se han descapitalizado, alcanzando un déficit de US\$ 450 mil millones.
- ◆ Greenspan sostiene que la falta de control del déficit puede llegar a debilitar la estructura de la economía. De acuerdo a la Oficina del Presupuesto del Congreso de los E.E.U.U, en el 2005 el déficit federal alcanzaría los US\$ 400 mil millones de dólares, y el déficit acumulado para el período 2005-2014 sería de US\$ 1300 mil millones de dólares, proyección 60% superior a la realizada a inicios de 2005.
- ◆ El Tesoro ha anunciado la posibilidad de reintroducir en el mercado el bono de 30 años que fue eliminado en el 2001, argumentándose que la economía norteamericana no enfrentaba problemas de déficit estructural. En la coyuntura, dada la magnitud del desequilibrio fiscal, la opción de colocar deuda a mayor plazo parece atractiva, especialmente cuando actualmente el déficit está financiado con bonos a 5 y 10 años, cuyo vencimiento coincide con el retiro de los “baby boomers”. En la actualidad, el Tesoro ha enfrentado la crisis fiscal acudiendo a un nuevo instrumento, los denominados TIPS. Sin embargo, el panorama es bastante complicado; los bonos a 3 años comienzan a vencerse el próximo año, lo cual implica más de US\$ 80 mil millones anuales de dinero que en términos netos no estarán ya disponibles. Posteriormente, los bonos con vencimiento a 5 años también alcanzarán el vencimiento con las consecuentes presiones para el Tesoro. Si a todo esto se le añade el requerimiento de fondos adicionales necesarios para privatizar parcialmente a la Seguridad Social, el retorno del bono a 30 años se hace muy atractivo, sobre todo en un contexto en que el déficit fiscal es claramente de carácter estructural y no cíclico<sup>6</sup>.
- ◆ La tasa promedio de desempleo del primer trimestre fue de 5.3%, ligeramente inferior a la registrada el trimestre inmediato anterior (5.4%). En el mes de abril la tasa de desempleo fue igual a la de marzo, 5.2% y el número de empleados ha aumentado principalmente en las industrias de servicios y producción de bienes.
- ◆ En general, las perspectivas de la economía estadounidense son buenas en el corto plazo. Sin embargo, como principales riesgos se advierten, el repunte de la inflación, que aceleraría el proceso de ajuste de las tasas de interés, y la profundización de los déficit fiscal y de cuenta corriente. En especial, el tema del déficit fiscal requiere mayor atención, considerando las mayores presiones de gasto asociadas a la seguridad social.

<sup>6</sup> ECR MFR, “Bringing Back the Bond”, mayo 2005.

**Riesgos:** *Contracción del consumo, especialmente en el caso de que el crecimiento del precio de los bienes raíces de desacelere, repunte de la inflación y profundización de los “twin deficits”*

## 1.2 Unión Europea

- ◆ Como consecuencia de un menor ritmo de expansión de las exportaciones durante el segundo semestre de 2004, las economías de la Zona Euro sufrieron una marcada desaceleración económica. La contribución negativa de las exportaciones netas en el PIB, observada especialmente en el último trimestre, se explicó por una mayor apreciación del Euro y una menor demanda mundial. En el 2004 la zona euro registró un crecimiento económico del 2% y para este año se espera una tasa de 2.1%, que se sustentaría básicamente en la demanda interna.
- ◆ Durante los primeros meses del año la economía europea ha dado signos de recuperación, sustentada especialmente en una mayor demanda doméstica y favorables condiciones financieras en los mercados. El Banco Central Europeo ha calificado al crecimiento económico del primer trimestre como de moderado, y se espera se mantenga la misma tendencia a lo largo del año. Sin embargo, para algunos analistas dicha recuperación es todavía frágil y puede verse negativamente afectada por los mayores precios del petróleo o una mayor apreciación del Euro.
- ◆ El Banco Central de Europa ha mantenido la tasa mínima bid para operaciones de refinanciamiento en 2%, considerando que no hay evidencia de presiones inflacionarias que justifiquen el ajuste al alza. Con ello, tanto las tasas nominales como reales se encuentran en niveles especialmente bajos, estimulando así la actividad crediticia y la inversión. El BCE no ha ajustado la tasa de interés de referencia desde junio de 2003, y no se esperan cambios en el corto plazo.
- ◆ Los desequilibrios fiscales en varios países de la Zona Euro se mantienen, e incluso en ciertos casos hay perspectivas de que tiendan a agudizarse. Tales desequilibrios constituyen uno de los mayores problemas pendientes de la región.
- ◆ En relación a las reformas estructurales, el Consejo Europeo en reunión realizada a fines de marzo, enfatizó en la necesidad de priorizar el crecimiento y empleo en la región, impulsando la innovación, la formación del capital humano y estableciendo un entorno regulatorio apropiado para la inversión, así como acelerando el proceso de liberalización de mercado y flexibilizando el mercado laboral.
- ◆ En el mes de marzo, el sector de servicios continuó creciendo. El índice de actividad de este sector ajustado estacionalmente (Eurozone Service Sector Business Activity Index), se ubicó en 53 puntos (un índice por encima de 50 implica una expansión de la actividad). Alemania e Italia mostraron el mejor desempeño en este sector, en contraste con las economías francesa y española. Durante los primeros meses del año se ha registrado un repunte del crédito al sistema financiero. El crédito otorgado a las

<sup>7</sup> Banco Central Europeo, Monthly Bulletin, April 2005

corporaciones no financieras creció aproximadamente en 6% y el crecimiento del crédito de consumo ha sido incluso mayor, especialmente de aquel dirigido a la compra de bienes raíces, que creció en 10% en términos anuales. Como resultado de la mayor demanda, los precios de inmuebles en Francia y España se han elevado en alrededor del 15% respecto al año anterior<sup>8</sup>.

- ◆ La evolución del mercado laboral continua siendo preocupante, en el mes de febrero el desempleo alcanzó el 8.9%.
- ◆ El ritmo inflacionario en el área se ha visto influenciado por la evolución del precio del petróleo. Sin embargo, de acuerdo al Banco Central Europeo, se espera que el Índice Armonizado de Precios al Consumidor (IAPC) se mantenga en el mediano plazo en torno al 2%. La inflación anual en marzo fue de 2.1%, igual a la registrada en el mes de febrero. Si bien se estima que la inflación permanecerá en alrededor del 2%, la cifra exacta dependerá de la evolución de los precios del petróleo.
- ◆ En el ámbito externo, la solidez del euro y el auge de las exportaciones chinas hacia Europa, han complicado al sector industrial europeo. Durante los últimos tres años, el déficit comercial de la Unión Europea con China se ha duplicado, alcanzando US\$ 86 mil millones en el 2004<sup>9</sup>. De esta manera la apreciación del euro respecto al dólar<sup>10</sup> y al yuan ha incidido negativamente en las exportaciones de la región. En el caso de Italia, una de las economías más afectadas por la penetración china, las ventas de textiles chinos se duplicaron durante los dos primeros meses del año, en relación al mismo período del año anterior. Tal situación ocurre tras la eliminación del sistema de cuotas para textiles. Durante los primeros meses del año, las exportaciones de Europa a China también se han visto afectadas, no solo por la apreciación de euro respecto al Yuan sino por la menor inversión registrada en la economía china, como consecuencias de medidas aplicadas a nivel gubernamental. Los países más expuestos a la competencia china son Italia, Francia y Alemania<sup>11</sup>.

### 1.3 China

- ◆ Con el objetivo de evitar el recalentamiento de la economía, las autoridades chinas implementaron una serie de medidas tendientes a controlar el crecimiento de la inversión. A pesar de ello en el primer trimestre la economía registró un crecimiento de 9.5%, mismo que incidió en los precios de las materias primas, especialmente de metales. En el 2004 la economía china registró un crecimiento de 9.5% y se espera una expansión de 8.5% para el 2005.
- ◆ Para reducir las presiones inflacionarias, a fines del año anterior las autoridades implementaron una política de control del crecimiento de los agregados monetarios. Sin embargo, en enero y febrero de 2005 el IPC registró una variación de 1.9% y 3.9% respectivamente. Este repunte estuvo explicado especialmente por las mayores

<sup>8</sup> Wachovia, International Developments, April 8, 2005.

<sup>9</sup> Barclays Capital, mayo 2005.

<sup>10</sup> Entre junio de 2002 y abril de 2005 el dólar se ha depreciado en 33% respecto al Euro.

<sup>11</sup> Wall Street Journal Americas, mayo 2005.

presiones inflacionarias en el rubro de alimentos. Para fin de año se espera que la inflación se sitúe en torno al 3.5%.

- ◆ Si bien los mercados financieros esperan una posible revaluación del renmimbi en el corto plazo, (la cotización actual es de 8.28 yuan por dólar), algunos analistas<sup>2</sup> consideran poco creíble que el Gobierno chino acceda a apreciar su moneda, por cuando existe el riesgo de que la magnitud del ajuste cambiario afecte al nivel de exportaciones. Por otro lado, los mismos analistas advierten que en el caso de que tal apreciación ocurra, los efectos en el rendimiento de los bonos del Tesoro norteamericano<sup>3</sup> no serán muy marcados, ya que la demanda de estos títulos por parte de la economía china no es muy significativa (la compra por parte de China de Treasury “securities” de Estados Unidos alcanzaron los US\$30 mil millones anuales en Febrero de 2005, mientras que las nuevas emisiones de securities ascendieron a US\$ 400 mil millones). No obstante, en el caso de que el resto de economías asiáticas también reduzcan la demanda de bonos del Tesoro, podrían generar presiones al alza en su rendimiento, ya que entre febrero de 2004 y febrero de 2005, los gobiernos asiáticos demandaron la mitad de las nuevas emisiones del Tesoro.
- ◆ En el caso de América Latina, de acuerdo a algunos analistas<sup>4</sup>, los efectos de una revaluación del renminbi podrían ser significativos tanto en el ámbito comercial como por el lado del mercado de activos. En términos del intercambio comercial, las economías que más se beneficiarían de la revaluación de esa moneda serían Argentina, Brasil, Chile y Perú, quienes le proveen materias primas. Por otro lado, México, en tanto que competidor de China en el mercado estadounidense, podría beneficiarse del encarecimiento de las exportaciones chinas asociado a la revaluación. Los efectos de la revaluación dependerán del grado de ajuste del tipo de cambio. Ante un ajuste de 2 a 3% no se esperaría mayor impacto.
- ◆ Al primer trimestre del año el superávit comercial de la economía china alcanzó los US\$ 16.58 mil millones, resultado que contrasta de manera significativa con el déficit de US\$ 8.44 mil millones registrado en el mismo período del año anterior. Al mes de abril el superávit comercial ascendió a US\$ 21.18 mil millones de dólares, las exportaciones crecieron en 34% respecto al mismo período del año anterior, alcanzando los US\$ 218.05 mil millones. Por su parte, el crecimiento de las importaciones fue de 13.3%, colocándose en US\$ 196.87 mil millones.

## 1.4 Japón

- ◆ Como consecuencia de la reducción de las tarifas de electricidad y telefonía, así como de la desaceleración económica registrada a fin de año, la inflación anual del 2004 cerró en -0.1%. Si bien el crecimiento económico se estancó en el segundo trimestre del año pasado, debido a una menor dinámica del consumo, la inversión y las

<sup>12</sup> Wachovia

<sup>13</sup> Con el objetivo de mantener el tipo de cambio fijo la economía china demanda dólares en el mercado y con ello compra securities del Tesoro Americano. Si el gobierno ya no tiene que defender el tipo de cambio, podría disminuir la compra de tales securities.

<sup>14</sup> Goldman Sachs, Latin America Economic Analyst, issue No. 05/09, May 6 2005

exportaciones, en los primeros meses de 2005 la economía ha dado signos de recuperación. Esta recuperación estaría sustentada en las elevadas ganancias corporativas, y una fuerte confianza de los consumidores. En el primer trimestre del año, la producción industrial creció en 1.7%, empujada especialmente por el crecimiento en el mes de enero, ya que en febrero y marzo, las tasas de crecimiento fueron negativas (2.3% y 0.3%, respectivamente).

- ◆ En marzo, el superávit comercial de la economía japonesa se redujo en 0.2%, alcanzando US\$ 10.5 mil millones debido a un crecimiento de las importaciones superior al de las exportaciones (7.8% y 6.2%, respectivamente). Las exportaciones hacia la economía china, el principal socio comercial de este país, se incrementaron en 5.8%, recuperándose así de la caída registrada en el mes de febrero. Sin embargo, este crecimiento es muy inferior al observado en el mismo período del año anterior (30%). Las importaciones desde China se incrementaron en 1.02 trillones de yenes en marzo, principalmente de computadoras y equipo audiovisual<sup>15</sup>.

**Riesgo: Mayor apreciación cambiaria respecto al dólar.**

## 1.5 América Latina

Durante el 2004, la evolución económica de la región latinoamericana superó las expectativas, como consecuencia de los mayores precios del petróleo, una mejora en la percepción de los mercados internacionales, y el progreso observado en algunas reformas estructurales. Muchos países aprovecharon las favorables condiciones internacionales para mejorar la estructura de su deuda externa y prefinanciar las obligaciones del 2005. El crecimiento de la región fue de 5.7% en el 2004 y se espera alcance el 4.1% en el presente año.

**Riesgos: Elevados niveles de deuda pública y creciente dolarización del sistema financiero generan mayor vulnerabilidad.**

**Fortalezas: Las perspectivas de precios elevados del petróleo constituyen una oportunidad para sanear las finanzas públicas y acelerar los procesos de reforma.**

### 1.5.1 Brasil

- ◆ El año pasado la economía brasileña registró el mejor desempeño económico de la última década, creciendo al 5.2%, gracias a la expansión del gasto interno y las exportaciones. Si bien el Comité de Política Monetaria (COPOM) ha reconocido que el ritmo de crecimiento del nivel de actividad se ha desacelerado durante el primer trimestre del 2005, también ha destacado el elevado nivel de utilización de la capacidad instalada de la economía<sup>16</sup>.

<sup>15</sup> NTC Research News (<http://www.ntc-research.com/PressCenter/NonPressReleases.asp>)

<sup>16</sup> Informe de Inflación, Economía Argentina, 1er trimestre de 2005.

- ◆ Para el 2005 el Banco Central de Brasil espera un crecimiento económico de 4%, determinado, entre otros, por una política de ajustes al alza de las tasas de interés domésticas, con el objetivo de controlar el repunte inflacionario. Mientras la meta de inflación anual se mantiene en 5.1%<sup>17</sup>, tan solo en los primeros cuatro meses del año se habría alcanzado una inflación acumulada de 2.5%.
- ◆ Con el fin de mantener la estabilidad de precios en marzo el COPOM ajustó hacia el alza la tasa Selic hasta 19.25%. Si bien en la actualidad esta tasa es de 19.5%, Brasil mantiene una de las tasa de interés reales de corto plazo más altas de todo el mundo (12%)<sup>18</sup>
- ◆ En el ámbito externo, la economía Brasileña finalizó el 2004 con un superávit en cuenta corriente equivalente al 1.9% del PIB (US\$ 11.670 millones), explicado por el desempeño favorable de la balanza comercial. Paralelamente el gobierno alcanzó un superávit fiscal primario de 4.6% del PIB, superando incluso la meta establecida por las autoridades. Debido a estos factores, el índice de riesgo soberano de esta economía se redujo, situación que fue aprovechada por el Gobierno Brasileño, que emitió a comienzos de año deuda externa denominada en dólares y euros por un monto de US\$ 1900 millones. Considerando el positivo desempeño tanto en el ámbito fiscal como externo, las autoridades brasileñas decidieron **no renovar el acuerdo con el Fondo Monetario Internacional** que venció a fines del mes de marzo.
- ◆ En el mes de marzo, Brasil alcanzó un superávit en cuenta corriente de US\$ 1,800 millones, que supera en mil millones al resultado registrado un año atrás. La balanza comerció registró un superávit de US\$ 3.3 mil millones, mientras que las cuentas de servicios, renta y transferencias fueron deficitarias en US\$ 1.6 mil millones.<sup>19</sup> En dicho mes, la economía brasileña recibió US\$ 1400 millones en inversión extranjera directa, de los cuales aproximadamente US\$ 500 millones ingresaron en forma de préstamos intra firmas. Se espera que a fines de año la inversión extranjera se sitúe entre los US\$ 13 y US\$ 15 mil millones.

**Riesgos:** *Mayor incremento de los precios del petróleo y subida acelerada de las tasas de interés de Estados Unidos, lo que podría reducir los flujos de capital hacia las economías emergentes.*

*El gasto público sigue siendo elevado, el gasto en la Seguridad Social representa el 8% del PIB y el gasto estatal y de los gobiernos seccionales asciende a 10% del PIB. Paralelamente, los ingresos tributarios, necesarios para financiar todos estos gastos, alcanzan el 37% del PIB.*

**Fortalezas:** *Se ha logrado menor dependencia de las importaciones de petróleo y el superávit en cuenta corriente y fiscal han permitido reducir el requerimiento de financiamiento externo por parte de esta economía.*

<sup>17</sup> El Banco Central de Brasil ha determinado una meta de inflación de 5.1% pero considera un margen entre 2 % y 7%.

<sup>18</sup> Wachovia, Economic Commentary, 29 de abril 2005.

<sup>19</sup> Barclays Capital , Latin American Strategy, 26 de abril de 2005.

### 1.5.2 Argentina

- ◆ De acuerdo al Banco Central de la República Argentina (BCRA), la absorción doméstica de ese país continúa creciendo significativamente, debido a tasas de interés históricamente bajas y a la recuperación del salario real (en enero se incrementaron los salarios del sector formal). Sin embargo, dado que el ajuste de la oferta ha estado rezagado respecto a la demanda, las importaciones han crecido y los inventarios han caído.
- ◆ Según los indicadores adelantados, el consumo, seguiría siendo el motor de la demanda. En el primer trimestre de 2005, a excepción del consumo, la mayor parte de los indicadores de oferta disponibles mostraron una clara desaceleración. Se proyecta que la economía se expanda en torno a 1,5% desestacionalizado en el trimestre y alcance un crecimiento de 6,5% a fin de año.
- ◆ Debido a que la Inversión Bruta Interna Fija (IBIF) creció a tasas significativas (3,1% s.e.) en el cuarto trimestre de 2004, incrementándose 34,5% en términos anuales, la tasa de participación de la inversión en la economía se elevó, ubicándose en torno a 19,1% del PIB medida a precios constantes. Dicho aumento estuvo financiado con la reducción del desahorro del resto del mundo (menor superávit en cuenta corriente), y en menor medida, con mayor ahorro interno<sup>20</sup>.
- ◆ Durante el último trimestre de 2004, la tasa de desocupación alcanzó el 12.1% de la Población Económicamente Activa, reduciéndose así aproximadamente a la mitad del nivel máximo registrado en mayo de 2002. En el primer trimestre de 2005, la economía continuó generando empleo a un ritmo significativo. A pesar de la menor expansión de la economía en relación a 2004, se proyecta que el año finalice con una tasa de desempleo a niveles de un dígito.
- ◆ En el ámbito externo, durante el primer trimestre del año la balanza comercial argentina alcanzó un superávit de US\$ 2,320 millones. Las exportaciones registraron un crecimiento de 11%<sup>21</sup>, explicado básicamente por el crecimiento del volumen exportado (+18%) y en contraste con la caída de los precios (-4%). En el caso de los productos manufacturados industriales si bien hubo una recuperación en precio (+19%) las exportaciones cayeron en términos de volumen (-4%). Para 2005 se proyecta un crecimiento del volumen de exportación, inferior al estimada para las importaciones. Mientras, las exportaciones de bienes crecerían en torno a 8% debido a la cosecha récord de granos y a las ventas externas de productos manufacturados, las importaciones aumentarían en 15,8%. Así, se espera que las Exportaciones Netas vuelvan a contribuir negativamente al comportamiento del PIB durante el 2005.
- ◆ Tras seis semanas de iniciada la oferta de canje, Argentina logró concluir la operación a fines del mes de febrero. La oferta buscaba ofrecer a los tenedores de bonos unos 30 centavos por dólar y logró una tasa de aceptación del 76,15% de los acreedores para la reestructuración de US\$103,000 millones en deuda. Esta operación ha sido calificada como un éxito tanto por el

<sup>20</sup> Informe de Inflación, Banco Central de la República Argentina, abril 2005.

<sup>21</sup> UBS Investment research, Emerging Markets Daily Economic Comment, 29 de abril de 2005.

mercado como por el FMI. El canje de deuda es una condición para la reactivación de un préstamo por US\$ 1,300 millones del Fondo Monetario Internacional. En Mayo el FMI autorizó al gobierno a demorar por un año los pagos de US\$ 2.500 millones.

- ◆ En el primer trimestre del año, el Gobierno Central alcanzó un resultado primario superavitario. De acuerdo al BCRA, “la postergación desde mediados de 2004 de la tercera revisión del acuerdo con el Fondo Monetario Internacional (FMI) continuó limitando el ingreso de fondos desde las Instituciones Financieras Internacionales (IFI). De todas maneras, el buen desempeño fiscal y la utilización de depósitos públicos, le permitieron al Gobierno Nacional cumplir con todos los servicios de la deuda en situación regular y reducir el stock de Adelantos Transitorios (AT) con el BCRA en \$191 millones durante el primer trimestre de 2005”.

## 2. Mercados Financieros

- ◆ Las condiciones financieras favorables en los mercados internacionales también han contribuido al crecimiento económico mundial. Las tasas de interés oficiales de muchos países se han mantenido cercanas a cero en términos reales. Los mercados de capitales se mantienen estables y las tasas de interés de largo plazo todavía se encuentran por debajo de sus niveles de equilibrio. Adicionalmente, los spreads bordean los niveles mas bajos en términos históricos<sup>22</sup>.
- ◆ El rendimiento de los bonos del Tesoro se ha mantenido bajo, en relación al crecimiento nominal del PIB estadounidense (crecimiento económico real más inflación). De acuerdo a algunos analistas<sup>23</sup>, esto se explica por la creciente demanda de activos en dólares por parte de los bancos centrales de Asia, especialmente con el fin de poder estabilizar sus monedas respecto al dólar (yen, yuan). Siendo los Treasury “securities” los activos más demandados, la presión generada en sus precios ha afectado negativamente su rendimiento.
- ◆ La creciente confianza de los inversionistas internacionales en la política económica aplicada por las economías emergentes, al igual que el menor rendimiento del bono del Tesoro de Estados Unidos a 10 años, determinaron un incremento de los **flujos de capital** hacia estas economías durante el 2004 y comienzos del 2005. Durante el primer trimestre del año, el índice de riesgo soberano de las economías emergentes mantuvo su tendencia hacia la baja, salvo por un repunte observado en el mes de febrero, asociado a una recuperación temporal en el rendimiento de los bonos a 10 años del Tesoro de Estados Unidos. Se espera que en el presente año los flujos de capital hacia las economías emergentes se incrementen en alrededor de un 5%. América Latina y Europa serían los principales receptores, en detrimento de los países del continente asiático<sup>24</sup>.

<sup>22</sup> FMI, World Economic Outlook, abril 2005

<sup>23</sup> Wachovia, Economic Commentary, 29 de abril 2005.

<sup>24</sup> Informe de Inflación, Banco Central de Argentina, abril 2005.

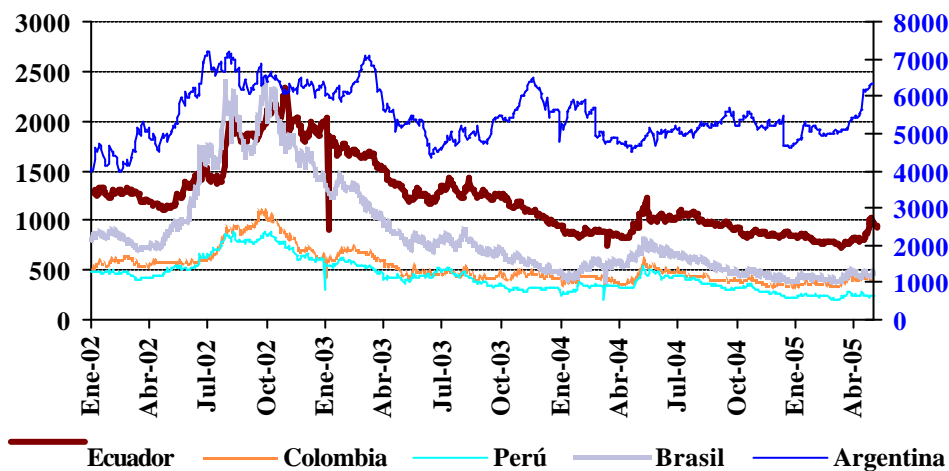
**Cuadro No.4**  
**Flujos de Capital Privados Netos: Economías Emergentes**  
**(mil millones de US\$)**

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Total	198	84.8	89.1	60.8	60.9	75.8	149.5	196.6	175.1	193.9
Africa	14.3	10.8	11.5	-1.7	7.6	6.9	12.3	11.4	15.6	13.5
Asia Emergente	36.5	-49.9	11.8	-2	10.7	23.9	56.1	130.1	108.9	115
América Latina	99.6	70.8	38.7	40.5	27.8	3.3	15.2	12.7	22.4	30.3
Exportadores de petróleo	25.3	17.7	-21.2	-51.8	-13.7	-24.9	4.5	-25.8	-53.6	-41.7
No exportadores de petróleo	173	67	110	113	74.7	101	144.9	222.4	228.7	235.6

Fuente: WEO, abril 2005

- ◆ El spread entre el rendimiento de los bonos soberanos emitidos por los gobiernos de estos países y el rendimiento de los bonos de Estados Unidos, medido a través del índice EMBI, se encuentran en la actualidad en niveles históricamente bajos, muy inferiores a los observados durante la crisis Argentina a fines de 2001.

**Gráfico No.1**  
**EMBI**

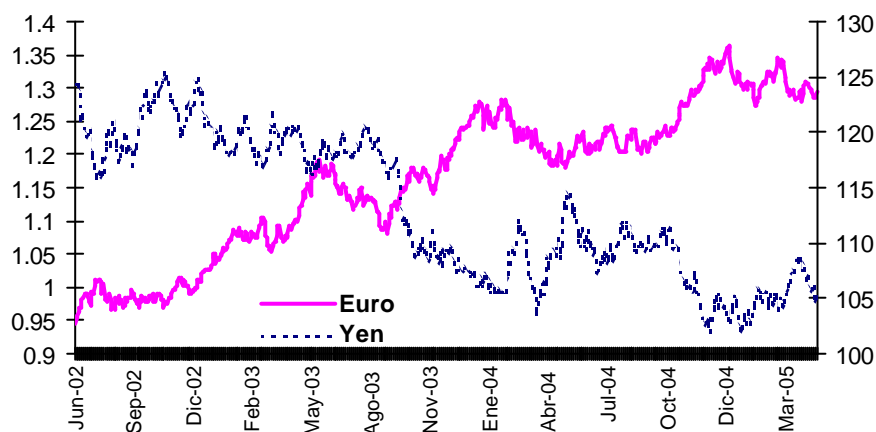


- ◆ En el caso de las economías emergentes de Asia, la reestructura del sistema financiero y el traslado hacia esquemas cambiarios mas flexibles, han permitido fortalecer los fundamentales económicos de estos países. En Corea y Tailandia, países fuertemente afectados por la crisis asiática, los resultados superavitorios alcanzados en la cuenta corriente dan cuenta de una mayor fortaleza financiera.
- ◆ En América Latina, las condiciones económicas también han mejorado considerablemente, la región se encuentra en una fase de expansión y las presiones inflacionarias no han sido significativas. En las economías mas grandes de la región, los resultados de la cuenta corriente han mejorado. Sin embargo, si bien los desequilibrios fiscales se han reducido, todavía siguen siendo fuente de

preocupación, particularmente en Brasil y Argentina, debido especialmente a los elevados niveles de la deuda pública.

- ◆ En abril, Uruguay planteó la posibilidad de vender bonos de deuda a 12 años por un monto de hasta US\$ 300 millones, siendo la primera colocación que efectúa este país desde el año 2003, en el cual incumplió el pago de bonos por un total de US\$ 5300 millones. De acuerdo a Citigroup, la entidad encargada de efectuar la colocación, los bonos tendrán una rentabilidad de alrededor de 9%.
- ◆ La mayoría de analistas esperan que el ajuste gradual de la tasa de interés de los fondos federales continúe a un ritmo mesurado, proyectándose una tasa de 4% para fin de año.
- ◆ Los especialistas esperan que la depreciación del dólar respecto al Euro se desacelere por un tiempo y luego continúe llegando a 1.50 dólares por Euro a fin de año. Durante los cuatro primeros meses del año, la cotización promedio ha sido de US\$1.31/euro, situándose por arriba de la observada en el mismo período del año anterior US\$ 1.24/ euro.

**Gráfico No.2**  
**Evolución del Tipo de Cambio**  
**(Euro y Yen vs Dólar)**



**Riesgos:** *Posible aceleración en el ritmo de ajuste de la tasa de los Fondos Federales en Estados Unidos, lo cual podrían incrementar el rendimiento de los bonos del Tesoro a 10 años. De hecho el aumento del rendimiento de dichos bonos observado a partir del mes de febrero, incidió negativamente en el índice de riesgo soberano, provocando un cambio en la tendencia que para entonces era descendente. Sin embargo desde fines de marzo el rendimiento de los bonos soberanos volvió a caer .*

**Fortalezas:** *Menor necesidad de financiamiento externo, dado el superávit registrado en los "twin deficits" en varios países (Argentina, Brasil) y el mayor crecimiento económico de la región.*

<sup>25</sup> Ibid, abril 2005

### 3. Commodities

- ◆ Si bien los precios de las materias primas registraron una caída importante en el último trimestre de 2004, en los primeros meses del 2005 se evidenció una marcada recuperación. El Índice de Precios de las Materias Primas (IPMP) se incrementó en 10%, debido al repunte de los precios internacionales del petróleo y de la soja. En el caso de la soja, el incremento de los precios estuvo, entre otros, explicado por la sequía registrada en la economía brasileña, que determinó una cosecha menor a la esperada. En el mes de marzo, los precios de la soja y sus productos asociados, subieron en alrededor del 11.5%; sin embargo, esta tendencia podría revertirse en los próximos meses, debido a una menor demanda por parte de los países de la Zona Euro, la posible cosecha de Estados Unidos y el incremento de las exportaciones por parte de América del Sur<sup>26</sup>.
- ◆ Mientras el precio del maíz tuvo un repunte durante el mes de marzo, el precio del trigo se mantuvo estable. No obstante, debido al elevado stock de maíz de la economía estadounidense, se esperaría un ajuste del precio hacia la baja en los próximos meses.
- ◆ En el caso de las materias primas industriales (metales), los precios mantuvieron su tendencia hacia el alza durante los primeros meses de 2005, debido a las restricciones de oferta en el sector y a una mayor demanda por parte de las economías desarrolladas, en especial de Estados Unidos. Las demandas con carácter especulativo, por parte de algunos fondos de inversión, especialmente de los conocidos como hedge funds, también podrían explicar la tendencia creciente de los precios en un contexto de menor demanda de acero y aluminio por parte de la economía china. Para los próximos meses se espera que los precios elevados de estos “commodities” se mantengan.
- ◆ La tendencia al alza en el precio internacional de **petróleo**, observada en los primeros meses del año, respondió tanto a una menor oferta como a una mayor demanda. En el primer caso los factores determinantes fueron la menor inversión en el sector, la depreciación del dólar y la reducción de inventarios. La mayor demanda de Estados Unidos y la Zona Euro, debido a consideraciones climáticas también generó presiones al alza en el precio. En el primer trimestre del año, el precio del WTI registró un incremento de 4% en relación al trimestre inmediato anterior y de 41% respecto al mismo periodo del año pasado. A inicios de abril, el crudo liviano marcó un nuevo record histórico al situarse en US\$ 58.28 dólares por barril. A pesar de que por factores estacionales la demanda debería reducirse en el corto plazo, algunos analistas esperan que los precios se mantengan en niveles elevados a lo largo del año debido a la expansión de la economía mundial y a problemas de oferta que aun persisten.
- ◆ De acuerdo a algunos analistas<sup>27</sup>, la evolución del dólar es un factor crítico a considerar al momento de proyectar el precio piso del petróleo. Se ha encontrado que existe una importante correlación (84%) entre el precio spot NYBOT del índice del dólar y el precio del contrato NYMEX del crudo WTI. La relación entre las dos

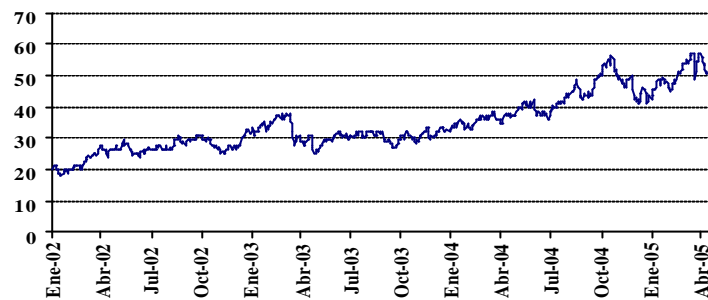
<sup>26</sup> Ibid, abril 2005

<sup>27</sup> Wachovia, Economics Group, mayo 2005.

variables sería inversa, es decir a medida que el dólar se fortalece, el precio del petróleo podría caer. Dado que se espera que el dólar siga depreciándose de manera gradual, debería esperarse también que los precios del petróleo sigan creciendo gradualmente, por lo tanto al parecer para algunos analistas “la era del petróleo barato ha terminado”.

- ♦ La Agencia Internacional de Energía, ha proyectado un precio para el crudo WTI de US\$ 51.36 y US\$ 52.36 para los años 2005 y 2006, respectivamente.

**Gráfico No.3**  
**Precio del WTI**



- ♦ De acuerdo a la Agencia Internacional de Energía<sup>28</sup> (IEA), debido a las condiciones climáticas los países de la OECD incrementaron su demanda de crudo a mediados de febrero en 1.28 millones de barriles diarios, en términos anuales. Por su parte, el crecimiento de la demanda de petróleo por parte de la economía china se desaceleró a 5.4% durante los dos primeros meses del año, muy por debajo del 20.8% registrado en el mismo período del año anterior. La AIE revisó las proyecciones de demanda mundial de crudo ligeramente hacia abajo, dejándola en 84.3 mb/d.

**Cuadro No.5**  
**Demanda Mundial de Petróleo**  
(millones de barriles diarios)

	2001	2002	I-03	II-03	III-03	IV-03	2003	I-04	II-04	III-04	IV-04	2004	I-05	II-05	III-05	IV-05	2005	
<b>DEMANDA OECD</b>																		
Norteamérica	24.0	24.1	24.5	24.2	24.8	24.9	24.6	25.0	24.9	25.2	25.6	25.2	25.5	25.2	25.6	25.9	25.6	
Europa	15.3	15.3	15.5	15.2	15.5	15.8	15.5	15.8	15.3	15.7	16.1	15.7	15.9	15.4	15.8	16.1	15.8	
Pacífico	8.7	8.6	9.8	8.2	8.0	9.2	8.8	9.4	8.0	8.3	8.9	8.6	9.5	7.9	8.1	9.0	8.6	
Total OECD	48.0	48.1	49.8	47.6	48.3	49.8	48.9	50.2	48.2	49.2	50.6	49.5	51.0	48.6	49.5	50.9	50.0	
<b>DEMANDA DE LOS NO OECD</b>																		
FSU	3.7	3.5	3.8	3.2	3.4	3.9	3.6	3.5	3.7	3.7	3.9	3.7	3.6	3.6	3.8	4.0	3.8	
Europa	0.7	0.7	0.8	0.7	0.7	0.7	0.7	0.8	0.7	0.7	0.7	0.7	0.8	0.7	0.7	0.7	0.7	
China	4.7	5.0	5.2	5.2	5.8	5.9	5.5	6.2	6.5	6.2	6.5	6.4	6.7	7.0	6.9	7.0	6.9	
Asia (otros)	7.6	7.9	8.0	7.9	8.0	8.5	8.1	8.5	8.6	8.4	8.8	8.6	8.7	8.8	8.6	9.1	8.8	
América Latina	4.9	4.8	4.5	4.7	4.8	4.9	4.7	4.7	4.9	5.0	5.0	4.9	4.8	5.0	5.1	5.1	5.0	
Medio Oriente	5.2	5.4	5.5	5.3	5.7	5.7	5.6	5.8	5.8	6.0	5.9	5.9	6.1	6.1	6.3	6.2	6.2	
Africa	2.6	2.7	2.8	2.8	2.7	2.8	2.7	2.8	2.8	2.7	2.9	2.8	2.9	2.9	2.8	2.9	2.9	
Total No-OECD	29.3	29.9	30.6	29.7	31.1	32.3	30.9	32.3	32.9	32.7	33.8	33.0	33.6	34.1	34.2	35.2	34.3	
<b>Demanda Total (1)</b>	<b>77.3</b>	<b>77.9</b>	<b>80.3</b>	<b>77.3</b>	<b>79.3</b>	<b>82.1</b>	<b>79.8</b>	<b>82.5</b>	<b>81.1</b>	<b>81.9</b>	<b>84.5</b>	<b>82.5</b>	<b>84.6</b>	<b>82.7</b>	<b>83.7</b>	<b>86.1</b>	<b>84.3</b>	

(1) Medida como las entregas desde las refinерías y stocks primarios, incluye las entregas internas, bunkers marinos internacionales, fuel de refinería, crudo para quemar directamente.

Fuente y Elaboración: AIE

Elaboración: AIE

<sup>28</sup> Highlights of the latest OMR, April 12 2005.

- ◆ En el mes de marzo, la oferta de crudo alcanzó los 84.2 millones de barriles diarios: la producción de los países No-OPEP llegó a los 50.4 millones de barriles diarios, mientras que la mayor producción de Arabia Saudita y la UAE contribuyeron a un incremento de la producción de la OPEP, alcanzando así una producción total de 29.1 mb/d.

**Cuadro No.6**  
**Oferta Mundial de Petróleo**  
(millones de barriles diarios)

	2001	2002	I-03	II-03	III-03	IV-03	2003	I-04	II-04	III-04	IV-04	2004	I-05	II-05	III-05	IV-05	2005	
<b>OECD OFERTA</b>																		
Norteamérica	14.4	14.5	14.6	14.4	14.6	14.7	14.6	14.8	14.7	14.4	14.4	14.6	14.5	14.6	14.7	14.9	14.7	
Europa	6.7	6.6	6.7	6.2	6.0	6.4	6.3	6.4	6.2	5.7	6.0	6.1	6.0	5.9	5.8	6.0	5.9	
Pacífico	0.8	0.8	0.7	0.7	0.7	0.6	0.7	0.6	0.6	0.6	0.5	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	
Total OECD	21.8	21.9	22.1	21.3	21.3	21.8	21.6	21.8	21.5	20.7	21.0	21.2	21.0	21.1	21.1	21.4	21.1	
<b>NO OECD OFERTA</b>																		
FSU	8.6	9.4	9.9	10.1	10.5	10.7	10.3	10.8	11.1	11.4	11.4	11.2	11.4	11.6	11.8	12.1	11.7	
Europa	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	
China	3.3	3.4	3.4	3.4	3.4	3.4	3.4	3.4	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5	
Asia (otros)	2.4	2.5	2.6	2.6	2.6	2.7	2.6	2.7	2.7	2.7	2.8	2.8	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7	
Latin America	3.8	3.9	4.0	3.9	4.1	4.1	4.0	4.0	4.1	4.1	4.1	4.1	4.2	4.3	4.4	4.4	4.3	
Medio Oriente	2.1	2.1	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	1.9	1.9	1.9	1.8	1.9	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	
África	2.8	3.0	2.9	3.0	3.1	3.3	3.1	3.3	3.4	3.5	3.6	3.4	3.6	3.7	3.8	3.9	3.7	
Total No OECD	23.2	24.5	25.1	25.3	25.7	26.3	25.6	26.4	26.8	27.3	27.4	27.0	27.4	27.7	28.1	28.6	28.0	
Ganancias de Refinación (1)	1.7	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.9	1.8	1.8	1.9	1.8	1.9	1.9	1.8	1.9	1.9	
Total NO OPEP	46.8	48.1	49.0	48.3	48.8	49.9	49.0	50.1	50.1	49.8	50.3	50.1	50.3	50.6	51.0	51.9	51.0	
<b>OPEP</b>																		
Crudo (2)	27.0	25.1	26.7	26.1	26.6	27.6	26.8	27.9	28.1	29.1	29.5	28.7	28.9					
NGLs	3.4	3.7	3.5	3.9	4.0	4.1	3.9	4.3	4.3	4.3	4.4	4.3	4.7	4.7	4.8	4.9	4.8	
Total OPEP	30.4	28.8	30.2	30.0	30.6	31.8	30.7	32.2	32.3	33.4	33.9	33.0	33.6					
<b>Oferta Total (3)</b>	<b>77.2</b>	<b>76.9</b>	<b>79.2</b>	<b>78.4</b>	<b>79.4</b>	<b>81.7</b>	<b>79.7</b>	<b>82.3</b>	<b>82.4</b>	<b>83.2</b>	<b>84.2</b>	<b>83.0</b>	<b>83.8</b>					

(1) Ganancias y pérdidas en términos de volumen del proceso de refinación (excluye la ganancias y pérdidas netas de China, países no OECD de Europa y de los países que conformaban la URSS) y pérdidas en el transporte marino

(2) La producción del extra pesado Orinoco se clasifica como crudo no convencional

(3) Incluye crudo, condensados, gasolinas naturales, petróleo de fuentes no convencionales y otras fuentes de oferta.

Fuente y Elaboración: AIE

#### 4. Riesgos Globales

- ◆ Condiciones financieras más restrictivas para las economías emergentes, derivadas de un potencial incremento de las tasas de interés de largo plazo en los E.E.U.U, lo cual además podrían afectar negativamente la demanda doméstica. Los mayores precios del petróleo también podrían afectar las expectativas de crecimiento e inflación de las economías europeas, contribuyendo al alza de las tasas de interés.
- ◆ Mayor depreciación del dólar debido al nivel record alcanzado en el déficit en cuenta corriente de E.E.U.U y al creciente déficit fiscal. Para algunos analistas, la corrección de los desequilibrios globales requeriría que la demanda doméstica en E.E.U.U se expanda a un ritmo menor que el de la producción, y que, paralelamente lo contrario ocurra en los países cuyos balances externos son superavitarios. Adicionalmente, este proceso de ajuste requeriría de una mayor depreciación del dólar norteamericano y que economías como las de la Zona Euro y Japón puedan solventar una posible desaceleración de la economía estadounidense; sin embargo, la expansión económica a

nivel mundial tiende a ser cada vez menos equilibrada, observándose una mayor dinámica de las economías estadounidense y china.

- ◆ Mayores precios del petróleo que puedan afectar el crecimiento económico, especialmente de Europa y generar presiones inflacionarias.

### **Bibliografía**

- Banco Central de la República Argentina, Informe de Inflación 1er trimestre 2005, abril 2005
- Banco Central Europeo, Boletín Mensual, abril 2005
- Barclays Capital, Latin American Strategy, mayo 2005.
- Barclays Capital, Latin American Strategy, 26 de abril de 2005.
- Energy International Agency, Highligths of the latest OMR, 12 de abril 2005.
- ECR MFR, “Bringing Back the Bond”, mayo 2005.
- FMI, World Economic Outlook, abril 2005.
- Goldman Sachs, Latin America Economic Analyst, issue No. 05/09, 6 de mayo 2005
- Krugman P., “La conexión China”, Diario el Universo, mayo 2005.
- Wachovia, Weekly Economic and Financial Commentary, 29 de abril 2005.
- Wachovia, International Developments, 8 de abril 2005.
- Wachovia Economics Group, Economic Commentary, mayo 2005.
- Wall Street Journal Americas, mayo 2005.
- UBS Investment research, Emerging Markets Daily Economic Comment, 29 de abril de 2005.