

BANCO CENTRAL DEL ECUADOR

Boletín de Economía Internacional

Dirección General de Estudios

Segundo Trimestre de 2005

Contenido

Visión General.....	pág.3
1. Evolución Económica Segundo Trimestre 2005	
1.1 Estados Unidos.....	pág.5
1.2 Reino Unido.....	pág.10
1.3 China.....	pág.10
1.4 Japón.....	pág.11
1.5 América Latina.....	pág.12
Argentina.....	pág.15
Brasil.....	pág.18
Colombia.....	pág.19
1.6 Area Euro.....	pág.20
2. Mercados Financieros y de Capitales.....	pág.22
3. Petróleo	pág.27

Boletín de Economía Internacional Segundo Trimestre 2005

- ◆ La economía mundial continúa expandiéndose con relativa solidez, gracias al robusto crecimiento económico de Estados Unidos y China. De su lado, las economías europeas presentan un crecimiento económico bastante moderado, a pesar del repunte registrado en la actividad crediticia. Si bien algunos indicadores de coyuntura dan cuenta de una cierta recuperación económica en Alemania, Francia e Italia, todavía no hay evidencia suficiente de que dicha recuperación vaya a ser sostenible. El crecimiento económico del 2005 se ubicaría por debajo del registrado durante el año anterior, sin embargo cabe recordar que el 2004 fue calificado por los analistas económicos como un año excepcional
- ◆ La política monetaria acomodaticia aplicada en la Unión Europea y el buen desempeño del sector corporativo estadounidense y chino, podrían compensar los efectos negativos de los mayores precios del petróleo en el crecimiento económico durante el segundo semestre del año. A pesar del repunte del precio del petróleo a niveles record, las presiones inflacionarias han permanecido bajo control en las principales economías industrializadas.
- ◆ En China y Japón, el fortalecimiento de la demanda doméstica ha permitido contrarrestar el menor crecimiento de las exportaciones, observado en el primer trimestre del año. A pesar del menor ritmo de crecimiento de las exportaciones, las autoridades económicas chinas decidieron sorpresivamente permitir una revaluación del yuan, al pasar de un régimen cambiario fijo a uno de flotación controlada, basado en una canasta de monedas. Por su parte, en Japón, se espera que para fin de año los temores deflacionarios sean superados.
- ◆ Si bien durante el primer trimestre del año el desempeño económico de varios países de América Latina y el Caribe no fue alentador, en general en el segundo trimestre el panorama económico ha mejorado. De acuerdo a la CEPAL la región latinoamericana registraría una tasa de crecimiento de 4.3% durante el 2005, menor al 5.9% registrado el año pasado. En el 2005 las mayores tasas de crecimiento corresponderían a Argentina (7.3%), Venezuela (7%), Uruguay (6.2%), Chile (6%), Perú (5.5%) y Panamá (4.5%): Por su parte, El Salvador (2.5%), Brasil (3%) y Ecuador (3%), registrarían las menores tasas de crecimiento. Según la CEPAL, el favorable crecimiento económico mundial, la positiva evolución del comercio exterior, las bajas tasas de interés internacionales y los mayores precios de las materias primas, incidieron positivamente en la evolución económica de la región.
- ◆ Los factores de riesgo para el desempeño económico mundial, identificados por la CEPAL y por la mayoría de analistas económicos siguen siendo: los déficit gemelos de la economía estadounidense; la incertidumbre sobre los efectos de la política monetaria de los Estados Unidos en la actividad económica, los temores de sobrecalentamiento de la economía China; el elevado precio del petróleo y la proliferación de la especulación inmobiliaria en varios países desarrollados y en China. Esta última podría generar inestabilidad en los frágiles sistemas financieros y a la vez neutralizar el efecto riqueza que ha respaldado la recuperación del consumo, especialmente en Estados Unidos.
- ◆ Las economías asiáticas y la región latinoamericana continúan contribuyendo al financiamiento del déficit de cuenta corriente de los Estados Unidos, mismo que ha contribuido a la apreciación cambiaria de las monedas domésticas respecto al dólar de la mayoría de países latinoamericanos.

I. ENTORNO ECONOMICO

I. Estados Unidos

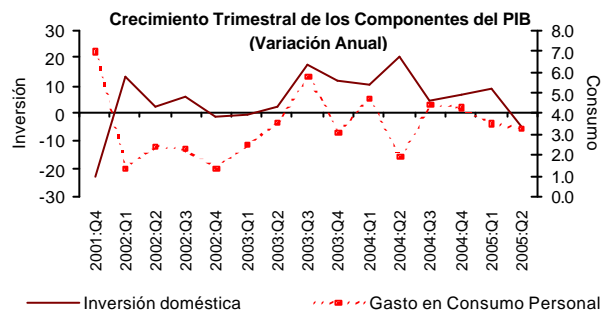
En los primeros seis meses del año, la economía estadounidense mostró un desempeño económico favorable, caracterizado por un sólido crecimiento. De acuerdo a cifras definitivas¹, en el primer trimestre de 2005 la tasa de crecimiento económico fue de 3.8%², y estuvo sustentada en una fuerte demanda doméstica. En el segundo trimestre³, si bien el ritmo de expansión fue menor (3.4%), estuvo marcado por el crecimiento del consumo, la producción de equipo y software, las exportaciones, el gasto público y la inversión residencial fija⁴. En contraste, la inversión privada en inventarios afectó negativamente al producto, y su caída fue consistente con la desaceleración observada en las importaciones e bienes (-3.7%). Debido a la fuerte reducción de inventarios, en el tercer trimestre se podría esperar un repunte, ya sea de la producción doméstica o de las importaciones con el fin de restituirlos. A pesar del elevado precio del petróleo⁵, la economía continúa en una etapa expansiva y las bajas tasas de interés de largo plazo siguen siendo un importante estímulo para la demanda.

Hay varios argumentos a favor de que E.E.U.U seguirá creciendo por encima de su nivel potencial, sin embargo la persistencia de los desequilibrios gemelos y el elevado nivel de endeudamiento de los consumidores, generan dudas sobre el tiempo de duración de esta etapa de expansión económica.

La dinámica del mercado inmobiliario continuó siendo importante en el segundo trimestre, contribuyendo así a la mayor percepción de riqueza por parte de los hogares.

1.1 Producción, Consumo e Inversión

El consumo de los hogares permanece fuerte. Durante el segundo trimestre de 2005 el gasto de consumo alcanzó un crecimiento anual de 3%, ubicándose por encima de la tasa de 1.9% correspondiente al mismo período del año anterior. Respecto al primer trimestre la variación fue menor. Debido a los mayores incentivos para la compra de



Estados Unidos	Tasas de Variación		Contribución al Crecimiento	
	I-2005	II-2005	I-2005	II-2005
Producto Interno Bruto	3.8	3.4		
Gasto de Consumo Personal	3.5	3.3	2.44	2.3
Inversión Privada Doméstica Bruta	8.6	-4.9	1.42	-0.84
<i>Inversión Fija No Residencial</i>	5.7	9	1.12	1.48
<i>Equipo y Software</i>	8.3	11	0.64	0.84
<i>Equipo de Transporte</i>	-11	41	-0.16	0.48
<i>Inversión Fija Residencial</i>	9.5	9.8		
<i>Variación de Inventarios</i>			0.29	-2.32
Exportaciones Netas			-0.4	1.57
Exportaciones de Bienes y Servicios	7.5	12.5	0.74	1.25
Importaciones de Bienes y Servicios	7.4	-2	-1.14	0.33
Gasto del Consumo e Inversión Gov Central	2.4	1.3	0.35	0.38

Fuente: BEA

¹ Bureau of Economic Analysis.

² Variación respecto al período anterior.

³ La información del segundo trimestre está sujeta a revisión.

⁴ Se refiere a inversión del sector privado.

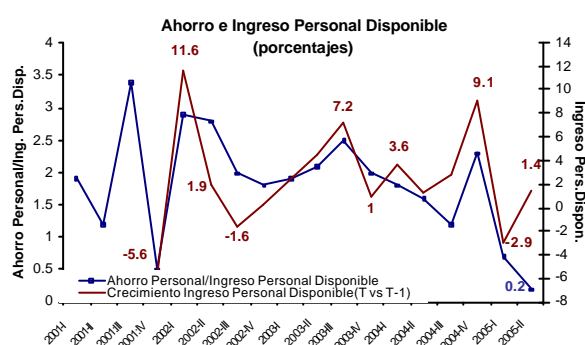
⁵ European Central Bank, Monthly Bulletin, July 2005.

vehículos y la fuerte dinámica del mercado inmobiliario, se podría esperar un desempeño favorable del gasto de consumo para el tercer trimestre del año. Cabe anotar sin embargo que las mayores tasas de interés de corto plazo, el crecimiento del precio de la energía y el elevado nivel de endeudamiento de los hogares, podrían incidir negativamente en el consumo.

Los bienes de consumo duradero registraron la mayor dinámica, en contraste con la demanda de los no duraderos. El crecimiento del gasto de consumo en duraderos pasó de 2.6% en el primer trimestre a 8.3% en el segundo. En el caso de los no duraderos la variación fue de 5.3% y 2.3%, entre los dos primeros trimestres.

Se ha mencionado que la fortaleza del consumo privado ha contribuido de manera importante al crecimiento económico de la nación. Para algunos analistas⁶, el desempeño del consumo privado ya no está ligado, como tradicionalmente se pensaba, exclusivamente a la evolución del ingreso personal disponible, sino que hay un “efecto riqueza”, actualmente generado por el boom del mercado inmobiliario, que estimula el crecimiento del consumo. En efecto, debido a los históricamente bajos niveles de las tasas de interés de largo plazo, los agentes han tenido incentivos para adquirir nuevos bienes, presionando así al alza de los precios de los bienes raíces. El valor de los inmuebles se ha incrementado en alrededor de 55% respecto al año 2000 y por lo tanto algunos analistas señalan que el gasto de consumo depende cada vez más de la evolución del mercado de activos (stocks e inmuebles) y no solo del ingreso personal.

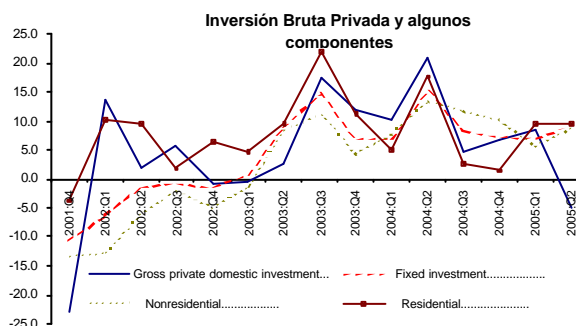
La apreciación de los bienes raíces ha permitido a los propietarios obtener elevados montos de dinero a través de las operaciones de refinanciamiento de hipotecas y la venta de inmuebles. Para algunos⁷ el impacto del efecto riqueza en el gasto de los hogares se reduciría en los próximos meses, como consecuencia de un crecimiento de precios más moderado en el mercado inmobiliario.



La caída del ahorro y el crecimiento del ingreso personal disponible incidieron positivamente en el gasto de consumo durante el segundo trimestre. La tasa de ahorro⁸ pasó del 0.7% del total del ingreso personal disponible en el primer trimestre a 0.2% en el segundo trimestre; por su lado, respecto al período anterior el ingreso personal disponible del segundo trimestre creció en 1.4% (términos reales), superando así la caída de -2.9%, observada en los

primeros tres meses del año.

En el caso de la **inversión doméstica** privada, los resultados publicados por el BEA para el segundo trimestre del año resultan bastante atípicos. En efecto, a pesar del crecimiento de la inversión fija privada (9.3%), tanto residencial (9%) como no residencial (11%), la inversión bruta privada cae en 4.9%. Históricamente, la inversión doméstica bruta privada ha seguido la misma tendencia que la inversión fija⁹, sin embargo al parecer la desacumulación de existencias observada en el segundo trimestre, habría afectado drásticamente al resultado final de la inversión. En este



⁶ Samuelson, R., “Time to Toss the Textbook”, Newsweek, 4 de Julio 2005.

⁷ Wachovia, 15 julio 2005.

⁸ Definida aquí como a proporción del Ahorro Personal en el Ingreso Personal Disponible

⁹ La diferencia entre la inversión bruta y la inversión fija esta dada por la variación de existencias.

caso, se esperaría que en el tercer trimestre del año, ya sea la producción doméstica o las importaciones crezcan con el fin de restituir los inventarios. La inversión en equipo de transporte fue una de las más dinámicas, al crecer en 41% en contraste con la caída de 11% observada en el trimestre anterior.

Debido a las favorables perspectivas de crecimiento económico, se espera que la Reserva Federal continúe ajustando al alza la tasa de interés. Los pronósticos de la tasa objetivo para fin de año fluctúan entre 3.95%¹⁰ a 4.25%¹¹. Para algunos analistas la curva de rendimiento del Tesoro permanecerá plana debido a que el ajuste al alza de las tasas de interés de corto plazo ocurre en un contexto en el cual la inflación subyacente no está repuntando, por ello incluso se habla de que la política monetaria de la FED es más proactiva que reactiva.

1.2 Resultado Fiscal

En el ámbito fiscal, el 2005 presentó mejores resultados. Debido al incremento de los ingresos presupuestarios el déficit del Tesoro se ha contraído durante los primeros nueve meses del año fiscal¹² 2005, respecto al mismo período del año anterior. Los ingresos presupuestarios del Tesoro ascendieron a USD 1604.174 mil millones, mientras que los gastos llegaron a USD 1853.974¹³, registrándose así un déficit de USD 249.800 mil millones, 23.6% menor al correspondiente período del año fiscal anterior (USD 327.164 mil millones).

En el mes de junio se alcanzó un superávit de USD 22.431 mil millones. Tradicionalmente, en este mes los resultados fiscales son positivos debido a una mayor recaudación tributaria. El total de ingresos ascendió a USD 234.808 mil millones, 9.5% más que en el mismo mes del año anterior, mientras que el crecimiento de los gastos fue menor (8.8%).

El crecimiento de los ingresos impositivos individuales y de los ingresos corporativos. (a mayo crecieron en 20.5% y 47.5%) sustentan la reducción del déficit fiscal.

1.3 Precios y Empleo

	Índice de Precios al Consumidor					
	Variación Porcentual Ajustada Estacionalmente					
	Variación Anual a Diciembre					Acumulada a
	2000	2001	2002	2003	2004	Junio
General	3.4	1.6	2.4	1.9	3.3	3.1
Alimentos y Bebidas	2.8	2.8	1.5	3.5	2.6	2.2
Vivienda	4.3	2.9	2.4	2.2	3	2.8
Aparatos	-1.8	-3.2	-1.8	-2.1	-0.2	-1
Transporte	4.1	-3.8	3.8	0.3	6.5	6.5
Cuidado Médico	4.2	4.7	5	3.7	4.2	4.6
Recreación	1.7	1.5	1.1	1.1	0.7	0.2
Educación y comunicación	1.3	3.2	2.2	1.6	1.5	2.1
Otros bienes y servicios	4.2	4.5	3.3	1.5	2.5	2.5
Índices Especiales						
Energía	14.2	-13	10.7	6.9	16.6	14.1
Energía commodities	15.7	-24.5	23.7	6.9	26.7	20.4
Servicios de Energía	12.7	-1.5	0.4	6.9	6.8	7.1
Todos los items menos energía	2.6	2.8	1.8	1.5	2.2	2.1
Alimento	2.8	2.8	1.5	3.6	2.7	2.3
Todos los items menos alimentos y energía	2.6	2.7	1.9	1.1	2.2	2.2

Fuente: Bureau of Labor Statistics

Los elevados precios del petróleo y el ajuste al alza de los costos laborales no incidieron mayormente en la inflación durante el segundo trimestre del año. La inflación anual pasó de 3.5% en abril a 2.8% en mayo y 2.5% en junio. La reducción observada en mayo, se debió fundamentalmente a la caída transitoria de los precios del petróleo. Excluyendo los rubros de alimentos y energía, la inflación acumulada a junio fue de 2.2%¹⁴.

En términos mensuales, la variación del índice de precios al consumidor pasó de -0.1% en mayo a 0% en junio, mientras que la inflación subyacente se mantuvo igual en los dos meses (0.1%). Por su parte, la variación del índice de precios al productor (IPP) fue del 0,0% en junio, reflejando así precios mayoristas estables, a pesar de una moderada alza en los costos de rubros considerados importantes como alimentos y energía. La evolución de este índice, que representa un indicador de

¹⁰ Financial Forecaster Center

¹¹ MFR

¹² Junio es el noveno mes del año fiscal de Estados Unidos

¹³ MFR, 13 de Julio 2005.

¹⁴ Con ajuste estacional.

los precios que pagan el sector agrícola, fábricas y refinerías, estaría dando una señal de que las presiones inflacionarias estarían cediendo¹⁵. Por su parte, el índice de precios de las importaciones subió en 1% en junio, en contraste con la caída observada en el mes anterior (-1%). En términos anuales la variación pasó de 5.7% a 7% en los respectivos meses.

Durante el primer semestre el año se crearon un promedio mensual de 180.000 plazas de trabajo. Esta generación de empleo sería similar a la observada en el mismo período del año anterior¹⁶. En junio, la tasa de desempleo se ubicó en 5.0%, bajando ligeramente respecto al 5.1% observado en mayo¹⁷, y a las tasas de 5.17% y 5.15% observadas en marzo y abril, respectivamente. Para algunos analistas¹⁸, la reducción del desempleo podría explicarse por una reducción estructural en la oferta laboral.

El empleo en el sector no agrícola se incrementó en 146.000 plazas en Junio. La mayor generación de empleo correspondió al sector de servicios (150.000 plazas) y a la construcción (18.000 plazas). Por su parte, en la manufactura el número de empleados cayó (24.000 plazas). En el sector de servicios la mayor creación de plazas de trabajo correspondió a los servicios profesionales y de negocios (56.000) y educación y salud (38.000).¹⁹

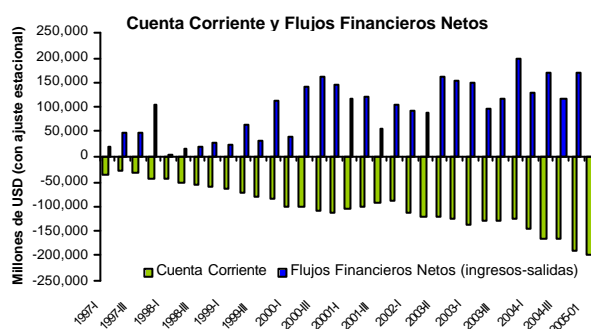
Durante el segundo trimestre de 2005, el número de horas trabajadas subió en 2.8%, registrando así el mayor crecimiento de esta década. Este resultado refuerza la tendencia descendente el crecimiento de la productividad y la tendencia al alza de los costos laborales²⁰.

De acuerdo a información preliminar, los costos laborales unitarios se incrementaron en 1.3% durante el segundo trimestre de 2005 después de un crecimiento de 3.6% en el primer trimestre y de 7.6% en el cuarto trimestre de 2004. Cabe recordar que en el primer, segundo y tercer trimestre del año anterior los costos laborales se incrementaron en 1.3%, 0.8% y 4.7%, respectivamente.

La productividad del sector no agrícola habría crecido en 2.2% en el mismo período. Esta última subió debido a al crecimiento de la producción no agrícola en 4.4% y al crecimiento de la tasa de ganancia en horas trabajadas (2.1%).

1.4 Cuenta Corriente

En el primer trimestre del año el déficit en cuenta corriente de la economía estadounidense ascendió a USD 195.1 mil millones (6.4% del PIB), incrementándose así respecto a los USD 188 mil millones (6.3% del PIB) registrados en el último trimestre del año anterior. Este resultado obedeció a la profundización del déficit de la balanza comercial y a las mayores salidas de divisas por concepto de transferencias corrientes²¹.



¹⁵ Banco Central del Ecuador, Dirección de Inversiones.

¹⁶ J.P Morgan, Global Data Watch, July 8 2005.

¹⁷ MFR, 8 de Julio 2005.

¹⁸ J.P Morgan, julio 2005

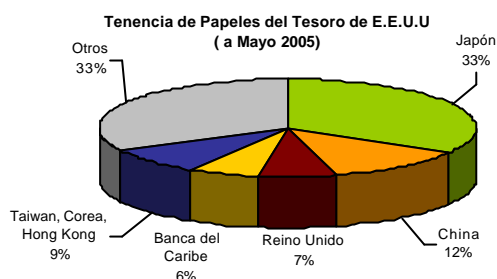
¹⁹ Wachovia, 8 de julio 2005

²⁰ J.P Morgan, julio 2005

²¹ Bureau of Economic Analysis, News Release US International Transactions, June 17 2005.

Los flujos financieros netos registrados en la cuenta financiera de la Balanza de Pagos, ascendieron a USD 165.4 mil millones, contribuyendo así al financiamiento del déficit en cuenta corriente. En el último trimestre del año anterior los flujos netos alcanzaron los USD 168.9 mil millones.

A mayo, los papeles del Tesoro americano en manos de otras economías ascendieron a USD 2027 mil millones. Japón sigue siendo el principal tenedor con USD 685.7 mil millones, seguido por China con USD 243.5 mil millones y el Reino Unido con USD 132.5 mm.



E.E.U.U. Transacciones Internacionales				
Millones de dólares, trimestres con ajuste estacional				
	II-2004	III-2004	IV-2004	I-2005
Resultado Cuenta Corriente				
1.Resultado Cuenta Corriente (A+B+C)	-166,635	-166,982	-188,359	-195,052
A.Exports of goods and services and income receipts.....	376,564	385,874	405,041	413,675
B.Imports of goods and services and income payments.....	-522,684	-537,085	-571,026	-581,655
C.Unilateral current transfers, net.....	-20,515	-15,771	-22,374	-27,072
Financiamiento				
2.Cuenta de capital neta	-372	-393	-455	-4,456
3.Cuenta financiera Neta (flujos financieros netos) D+E	171,051	116,703	168,958	165,392
D.Activos de los E.E.U.U. en el extranjero (NETO).....	-133,898	-137,525	-288,957	-60,696
E. Activos de propiedad de extranjeros en los E.E.U.U. (NETO).....	304,937	254,228	457,915	226,078
Activo oficiales externos en los Estados Unidos.....	77,039	75,792	94,478	24,730
Títulos del Gobierno Americano.....	63,456	66,893	56,768	40,167
Títulos del Tesoro Americano.....	62,977	55,357	41,728	15,240
Otros.....	479	11,542	15,040	24,927
Otras Obligaciones del Gobierno de E.E.U.U.....	45	710	-158	-675
Obligaciones de E.E.U.U reportadas por bancos de E.E.U.U	11,350	4,867	32,054	-17,281
Otros activos externos oficiales.....	2,188	3,316	5,814	2,519
Otros activos externos en los E.E.U.U. (NETO).....	227,898	178,436	363,437	201,348
Inversión Directa.....	31,039	35,666	31,622	28,807
Títulos del Tesoro Americano.....	60,424	-1,107	15,710	75,546
Títulos de E.E.U.U. (No del Tesoro).....	81,678	84,401	158,238	88,207
Moneda norteamericana.....	8,754	2,560	5,313	1,072
Otros.....	46,003	56,916	152,554	7,716
4.Discrepancia Estadística	-4,044	50,672	19,856	34,116
Total (2+3+4)	166,635	166,982	188,359	195,052

Algunos analistas advierten que de mantenerse, el elevado déficit en cuenta corriente podría conllevar a un ajuste dramático hacia el alza de las tasas de interés estadounidenses, en el caso en que los inversionistas extranjeros reduzcan su demanda de dólares.

1.5 Perspectivas

En el testimonio presentado en julio por el Presidente de la Reserva Federal, se presentaron las siguientes perspectivas económicas:

	2005	2006
PIB Real	3.50%	3.25%-3.5%
PIB Nominal	5.5%-5.75%	5.25%-5.5%
Inflación Subyacente	1.75%-2%	1.75%-2%
Tasa de Desempleo	5%	5%

VISIÓN DE LA ECONOMÍA ESTADOUNIDENSE DE ACUERDO A LA FED

De acuerdo a Alan Greenspan, el empleo mantiene una tendencia al alza, los niveles de inventario son modestos y la inversión privada parece estarse consolidando. Paralelamente las bajas tasas de interés continúan estimulando la actividad inmobiliaria²². El mayor gasto de los hogares se ha sustentado en la mayor riqueza, el aumento del empleo y los ingresos, y las bajas tasas de interés. Debido a estos factores, se esperaría que el gasto en consumo continúe expandiéndose.

Dado el menor crecimiento de las otras economías, así como la apreciación del dólar respecto a otras monedas, no se espera que el sector externo genere mayor aporte al crecimiento económico. Sin embargo, la reciente apreciación del dólar contribuiría a reducir el crecimiento del precio de las importaciones y de esta manera generaría menores presiones a la inflación. La evolución de la inflación estará influenciada significativamente por la tendencia de los costos laborales unitarios (relación entre la compensación por cada hora de trabajo y el producto por hora) mismos que han tendido a aumentar a un ritmo moderado.

Greenspan también señaló que un mayor incremento en los precios del petróleo podría afectar el gasto privado y con ello la tasa de expansión de la economía. En los meses de junio y julio el mercado petrolero se ha caracterizado por una mayor volatilidad de precios, y los precios de los futuros han alcanzado niveles más altos que los observados el año pasado. Recalcó que la demanda global de energía aparentemente se mantendría elevada y existe preocupación por posibles problemas en la oferta de algunos países productores.

Respecto a los bajos niveles de las tasas de interés de largo plazo, señaló que es un comportamiento sin precedentes en años recientes y lo calificó como sorpresivo en un contexto de ajustes al alza de las tasas de interés de los fondos federales, mayores presiones inflacionarias asociadas al precio del petróleo, y de mayores presiones fiscales asociadas al próximo retiro de los "baby boomers". También anotó que este es un fenómeno global ya que en otras economías la caída de las tasas de interés de largo plazo ha sido incluso más pronunciada.

De acuerdo a Greenspan la tendencia decreciente de los rendimientos de los bonos de largo plazo observados durante la última década podría en parte reflejar: menores expectativas de inflación en el futuro, una menor prima de riesgo asociada a la menor volatilidad de la inflación y una menor prima de riesgo en términos reales asociada a la evolución más moderada del ciclo económico observada durante las últimas dos décadas. Las menores primas de riesgo y expectativas de inflación, reflejarían el crecimiento de la capacidad productiva de la economía global, asociado a la integración de China e India en el mercado global y a la desaparición de la Unión Soviética. Adicionalmente, la reducción de los rendimientos de los bonos también estaría reflejando un exceso de ahorro sobre la inversión, aunque no queda claro si esta evolución responde a un mayor ahorro o a una contracción de la inversión.

Para algunos analistas²³, los siguientes elementos respaldan un crecimiento de la economía norteamericana por encima de su nivel potencial:

- El elevado precio del petróleo se ha visto compensado por los bajos niveles de las tasas de interés a largo plazo.
- La desacumulación de inventarios observada en el último trimestre hace prever una mayor demanda de las empresas para poder restituirlos.
- Los países exportadores de petróleo empezarán a utilizar sus recursos excedentes en mayores importaciones
- Efecto riqueza positivo atado a las cotizaciones de las acciones, que se encuentran en sus máximos de los últimos 4 años.

²² Federal Reserve Testimony, Julio 2005.

²³ ECR, Global Financial Markets, 28 julio 2005.

Japón

Durante el primer semestre de 2005 la economía japonesa mostró claros signos de recuperación. En los primeros tres meses, el crecimiento económico fue de 1.2%, respecto al trimestre inmediato anterior y 4.9% en términos anuales. Este desempeño obedeció al crecimiento del consumo y la inversión privada no residencial. En el segundo trimestre, el desempeño sigue siendo positivo, respaldado en el fortalecimiento del gasto de los hogares y en el buen desempeño del sector corporativo. El crecimiento de las ventas al por menor y la mayor confianza del consumidor, también respaldarían el fortalecimiento de la demanda interna. Si bien durante los primeros meses del año, el menor comercio con China afectó el dinamismo de las exportaciones, los datos del comercio en junio reflejan un repunte de éstas. De acuerdo a la cifras de comercio del Banco de Japón²⁴, el volumen exportado creció en 5.9% en el segundo trimestre (con ajuste estacional), subiendo así respecto al crecimiento de 2.6% registrado en los primeros tres meses de este año.

A mayo la inflación fue de 0.2%. Excluyendo al rubro de alimentos frescos, la variación fue nula. La variación del índice de precios al productor ha crecido en los últimos meses, debido a los mayores precios de los productos energéticos y materias primas. Algunos analistas esperan que para fin de año la deflación haya desaparecido.

Reino Unido

El desempeño económico del Reino Unido durante el primer trimestre del año fue moderado. La variación del PIB, respecto al último trimestre del año anterior alcanzó el 0.4%, cayendo así respecto al 0.6% registrado en trimestre inmediato anterior. En términos anuales el crecimiento económico del primer trimestre fue de 2.1%, y estuvo explicado por un menor ritmo de crecimiento del consumo y de las exportaciones. A pesar de la caída de estas últimas, las exportaciones netas contribuyeron positivamente al PIB, debido a que la caída de las importaciones fue más significativa.

Se espera²⁵ que en el segundo trimestre, el crecimiento se mantenga relativamente estable y a fines de año, alcance un resultado menor al registrado el año anterior, debido básicamente a la desaceleración del crecimiento del consumo privado. El sector de servicios habría registrado un desempeño favorable en el segundo trimestre, en contraste con el sector manufacturero, que si bien evidenció un repunte en junio, permanece débil²⁶.

Luego de resultados poco alentadores en los meses de abril y mayo, el índice de ventas al por menor y el Índice de Producción Manufacturera mostraron un desempeño favorable en junio. En el mercado de bienes raíces, la venta de viviendas se ha recuperado, al tiempo que el crecimiento de los precios de las viviendas se ha estabilizado en un nivel más bajo.

China

Durante el primer semestre del año, el crecimiento económico de China se mantuvo sólido, sin embargo algunos analistas advierten sobre la posibilidad de un sobrecalentamiento²⁷. La variación del producto (9.4%) registrada en los primeros tres meses del año, se sustentó en una robusta demanda doméstica. Durante el segundo trimestre el ritmo de crecimiento siguió siendo fuerte,

²⁴ J.P Morgan, Global Data Watch, July 22, 2005.

²⁵ European Central Bank., Monthly Bulletin.

²⁶ Bank of England, Minutes of Monetary Policy Committee Meeting, 6 and 7 July 2005

²⁷ ECR, Global Financial Markets, 28 julio 2005

alcanzando una variación anual de 9.5%²⁸, a pesar de un desempeño menos favorable de las exportaciones. El fortalecimiento de la demanda doméstica sustentó el mayor crecimiento, la evolución de las ventas al por menor, la inversión y la producción industrial fue favorable. Al igual que en Abril, la inflación anual en mayo llegó a 1.8%.

A mayo las exportaciones tuvieron una variación anual de 30.6%, mientras que las importaciones crecieron en 15.7%, con lo cual el superávit comercial llegó a USD 9 mil millones. La producción industrial y las ventas al por menor crecieron en 16.6% y 12.8%, respectivamente. La inversión en activos fijos registró un crecimiento anual de 26.4%.

La decisión de revaluar el Renmbinbi, adoptada por las autoridades económicas a fines de julio, fue sorpresiva. El Renminbi pasó de 8.28 yuanes por dólar a 8.11, revaluándose así en 2% y se anunció que en adelante se transaría versus una canasta de monedas, que le permitirán ya sea fortalecerse o debilitarse respecto al dólar. En vista de la desaceleración de las exportaciones observada en lo que va del año, algunos analistas²⁹ consideran difícil que el renmimbi llegue a revaluarse más de 10% durante el próximo año. Tras el anuncio, del ajuste cambiario, los rendimientos de los papeles del Tesoro Estadounidense bajaron, reflejando expectativas sobre una menor demanda de papeles del Tesoro por parte de China. Sin embargo, para algunos analistas³⁰, las autoridades económicas de esa nación seguirán interviniendo en el mercado cambiario y por lo tanto continuarán comprando papeles del Tesoro, con los dólares que acumula el Banco Central³¹.

Cuadro No.4
Asia Emergente: Exportaciones y Producción Industrial
(Tasa de Crecimiento Anual Ajustada Estacionalmente)

	IV-Trim-04	I-Trim-05	II-Trim-05 ^{1/}
China			
Exportaciones	47.8%	48.0%	0.4%
Producción Industrial	14.8%	14.9%	25.5%
Corea			
Exportaciones	16.5%	15.9%	-1.5%
Producción Industrial	8.4%	2.7%	8.8%
Taiwan			
Exportaciones	-2.8%	11.2%	7.8%
Producción Industrial	-5.8%	-0.9%	6.3%

1/Promedio abril-mayo versus el primer trimestre de 2005, excepto para e IP de Corea y Taiwan que corresponde al segundo trimestre completo.

Fuente: J.P Morgan, Global Data Watch, julio 2005

Algunos analistas³² han señalado que la economía china podría sobrecalentarse debido al elevado y creciente nivel de inversiones, asociado a atractivas facilidades crediticias. Al parecer, esto habría conllevado a una situación de sobrecapacidad en muchos sectores, lo cual a su vez ha generado una fuerte competencia entre las empresas, afectando negativamente sus beneficios. Estas habrían aumentado debido a las facilidades otorgadas en el acceso al crédito. Esta situación explicaría el porqué de una revaluación de apenas de 2% en el yuan. Al problema de las empresas también se añade la fragilidad del sector bancario.

²⁸ J.P Morgan, July 22, 2005.

²⁹ Wachovia, Economics Group, "China revalues its currency", 21 de julio 2005

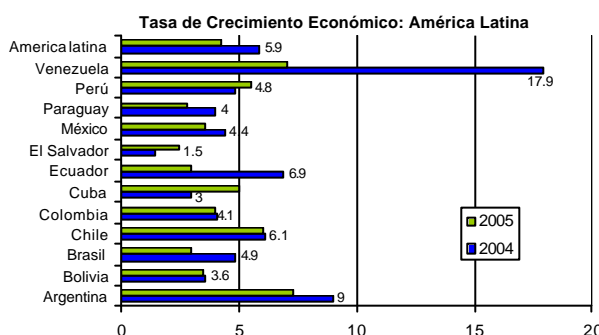
³⁰ Wachovia, Economics Group, "China revalues its currency", 21 de julio 2005

³² ECR, Global Financial Markets, 28 julio 2005.

LA FLEXIBILIZACIÓN DEL TIPO DE CAMBIO DEL YUAN

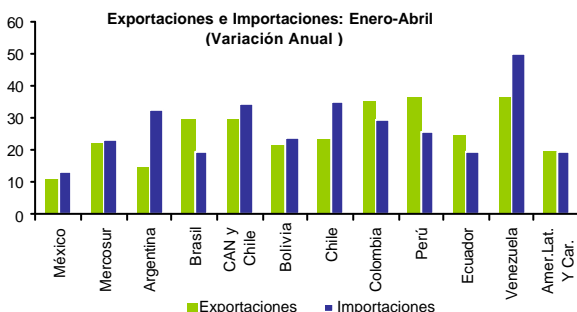
El 21 de julio del 2005, el Banco del Pueblo de China (banco central) reformó el régimen cambiario que imperó en la República desde inicios de 1994. Se reemplazó el régimen de tipo de cambio fijo que situaba el precio del yuan en 8,28 unidades por dólar (con una banda de flotación del 0,3%) por un régimen en que el tipo de cambio está determinado por la evolución de una canasta de monedas. Al final de cada día, el banco central anunciará el tipo de cambio respecto del dólar que conformará la paridad central del día siguiente, alrededor de la cual se mantendrá la estrechísima banda de flotación previa. A partir de la fecha del anuncio, la moneda china fue revaluada cerca de un 2%, con lo cual el tipo de cambio inicial del nuevo esquema se fijó en 8,11 yuanes por dólar. La reforma apunta a dar mayor flexibilidad al mercado cambiario y, además, podría constituir una respuesta a las presiones ejercidas por los países desarrollados y los organismos internacionales sobre China para revaluar su moneda. Se desconoce la composición de la canasta de monedas a la cual estará vinculado el tipo de cambio. (Tomado de CEPAL, Estudio Económico de América Latina, agosto 2005)

América Latina



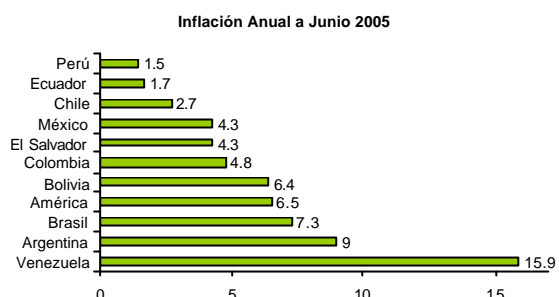
durante este año, aunque a menor ritmo que el del año anterior, debido a que en los primeros cinco meses del 2005 se ha desacelerado el proceso de alza de los precios internacionales de los alimentos, así como de las materias primas agropecuarias. La CEPAL proyecta un crecimiento económico de 4.3% para el presente año, inferior al 5.9% del 2004. Las mayores tasas de crecimiento corresponderían a Argentina (7.3%), Venezuela (7%), Uruguay (6.2%), Chile (6%), Perú (5.5%) y Panamá (4.5%). El crecimiento económico mundial, el favorable desempeño del comercio exterior, las bajas tasas de interés y los mayores precios de las materias primas serían los elementos que incidieron positivamente en la evolución económica de la región en la primera mitad del año.

Si bien durante el primer trimestre del año el desempeño económico de varios países de América Latina fue poco alentador, en general en el segundo trimestre, el panorama económico ha mejorado. En las economías más grandes, las exportaciones siguen siendo el principal factor de crecimiento, aunque la mayor demanda doméstica también ha contribuido al positivo desempeño económico. La región latinoamericana continuará expandiéndose



durante el primer semestre del año la demanda de gran parte de países de la región ha estado impulsada por el crecimiento de las exportaciones de bienes, las mismas que crecieron en 10% el año anterior y según la CEPAL crecerían en 12% en el presente año. Sin embargo, el dinamismo del sector exportador tiene su contrapeso en el crecimiento de las importaciones, las que en el caso de los países de América del Sur, incluso superan al ritmo de crecimiento de las exportaciones. De acuerdo a la CEPAL, el alto nivel de la elasticidad ingreso de las importaciones observado en los últimos dos años puede ser en parte un fenómeno de corto plazo, asociado al hecho de que las economías vuelven a crecer después de un prolongado período de estancamiento. Sin embargo, dicho organismo también señala que tal repunte podría reflejar elementos de carácter más permanente, originados en la desaparición de

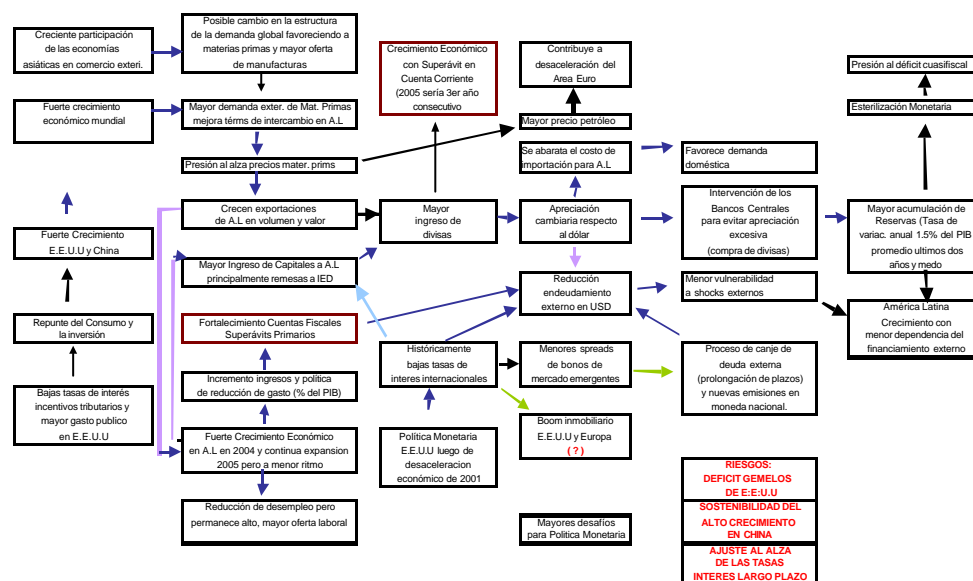
parte del tejido industrial en los años noventa o de cambios en los hábitos de consumo como consecuencia de la posibilidad de acceder a bienes importados a partir de la mayor apertura de las economías de América Latina y el Caribe. Se estima que las importaciones de bienes de la región crecerán alrededor del 13% en el 2005, pero en América del Sur este crecimiento se situaría por encima del 22%³³.



En el ámbito de los precios, las presiones inflacionarias repuntaron especialmente en Argentina y Bolivia. En Argentina la variación del IPC paso de 6.1% en el 2004 a 9% en el mes de junio y en Bolivia las variaciones fueron de 4.6% a 6.4%, respectivamente. A junio, la economía Peruana registró la inflación más baja de América de Sur, seguida por la de Ecuador y Chile.

En base a los criterios expuestos en el Estudio sobre América Latina, elaborado por la CEPAL, así como considerando las opiniones vertidas por algunos analistas económicos, se ha construido el siguiente diagrama, con el fin de reflejar de qué manera la evolución del entorno internacional ha incidido en la evolución económica de la región latinoamericana en los últimos dos años.

Diagrama
Canales de Transmisión del Entorno Externo a las Economías de América Latina



Básicamente, el diagrama muestra cómo a través del canal comercial y financiero, factores como el fuerte crecimiento económico de la economía mundial, la activa participación de las economías asiáticas (especialmente China e India) en el comercio internacional y los históricamente bajos niveles de las tasas de interés, incidieron en la recuperación del crecimiento económico de la región latinoamericana en los dos últimos años.

En efecto, la recuperación del consumo y la inversión de la economía estadounidense, sustentada en los bajos niveles de las tasas de interés, provocaron una mayor demanda de materias primas por parte de dicha nación, la misma que junto con la creciente demanda de las economías asiáticas, incidió

³³ CEPAL, Estudio Económico de América Latina, agosto 2005.

positivamente en los términos de intercambio de la región latinoamericana, y provocó un mayor ingreso de divisas por concepto de exportación. Este mayor ingresos de divisas, junto con los ingresos por remesas y los flujos de inversión extranjera directa, generaron presiones sobre las monedas domésticas, llevándolas a apreciarse respecto al dólar. Si bien la apreciación cambiaria favoreció la demanda doméstica de la región, al abaratar los costos de importación en moneda doméstica, y reducir el valor de la deuda denominada en dólares, también requirió de la intervención activa de los Bancos Centrales en el mercado cambiario, con el fin de evitar una revalorización excesiva de las monedas domésticas. La intervención de las autoridades económicas en el mercado cambiario, a través de la compra de dólares, propició una mayor acumulación de reservas en la región. Así, de acuerdo a la CEPAL durante los últimos dos años y medio, la acumulación de Reservas Monetarias Internacionales en América Latina ha crecido a un ritmo promedio anual equivalente al 1.5% del PIB.

Por su lado, el canal financiero actúa a través de las bajas tasas de interés internacionales, que al reducir el spread de los papeles de deuda de los países emergentes, hacen más atractivas las inversiones en papeles de la región, contribuyendo así a un mayor ingreso de flujos de capitales. La menor percepción de riesgo de los inversionistas, también estuvo influenciada por la fortaleza de la actividad económica de la región.

Como resultado de la combinación de los dos mecanismos de transmisión descritos, en los últimos años el crecimiento económico de América Latina ha estado acompañado de un resultado superavitario de la cuenta corriente y de una creciente acumulación de reservas internacionales. Esto implica que a más de reducir el grado de vulnerabilidad externa, los países de América Latina, al igual que las economías asiáticas (aunque en menor magnitud) han estado contribuyendo al financiamiento del déficit en cuenta corriente de otras economías, entre ellas la estadounidense. Para el 2005 la CEPAL estima que el superávit en cuenta corriente de la región se situará en torno al 1% del PIB.

De acuerdo al marco analítico previamente descrito, tanto los desequilibrios fiscal y externo de los Estados Unidos, como el posible sobrecalentamiento de la economía china y el ajuste al alza de las tasas de interés internacionales, incidirían de manera negativa en el desempeño económico de la región, al afectar de una u otra forma la evolución los flujos comerciales y financieros.

En el ámbito fiscal, la mayor parte de las economías latinoamericanas han aprovechado el favorable entorno económico para ordenar las cuentas fiscales, incrementando el ingreso y controlando los gastos, como proporción del PIB. Debido a este tipo de política, la mayoría de países lograron aumentar el superávit primario, en un contexto de tasas de interés internacionales históricamente bajas. En el ámbito monetario, los bancos centrales de la región han ajustado al alza las tasas de interés, guardando consistencia con la política monetaria de los Estados Unidos. Sin embargo el ritmo del ajuste ha sido lento, y las tasas de interés permanecen todavía en niveles relativamente bajo en términos históricos.

Emisiones Internacionales de Bonos		
(Millones de Dólares)		
	2004	2005
		(Enero-Abril)
Amer.Lat y Car.	36,383	14,426
Argentina	200	150
Brasil	11,603	3,959
Chile	2,350	398
Colombia	1,545	785
México	13,312	5,618
Peru	1,305	400
Venezuela	3,050	3,116

Por otro lado, la cancelación de deudas por parte de los sectores público y privado, la acumulación de activos de reserva y el aumento de las exportaciones, han contribuido a reducir relación deuda externa neta (de activos de reserva)/exportaciones de bienes y servicios. Paralelamente, la región presenta una menor incidencia de la deuda de corto plazo en la deuda externa total. En la actualidad la relación deuda externa de corto plazo/ deuda externa total es aproximadamente la mitad de la prevaleciente a mediados de la década pasada y, además la deuda de corto plazo representa poco más del 40% de las reservas internacionales, después de haber alcanzado el 100% de estas durante la

primera mitad de los años noventa. Esta situación coincide con una mayor participación de instrumentos de deuda emitidos en moneda nacional³⁴.

Una de las economías más dinámicas en lo que va del año ha sido la **venezolana**. Durante el primer trimestre del año la economía continuó con un fuerte ritmo de crecimiento (7.9%). Mientras el desempeño del PIB no petrolero fue muy favorable (9.3%), el sector petrolero creció apenas en 1%. Las actividades económicas que más crecieron fueron: manufactura (6.4%), construcción (15.4%) y transporte (14.7%). La demanda doméstica también se aceleró, debido al crecimiento del consumo privado (12.2%), del gasto público (8.5%) y la inversión (38%). De acuerdo al Banco Central de Venezuela, el crecimiento del consumo responde a condiciones laborales más favorables, así como a la política de subsidios alimentarios ofrecidos a la población de ingreso medio y bajo³⁵.

La asamblea nacional de Venezuela aprobó en julio una reforma a la Ley del Banco Central, con la cual termina con la obligatoriedad de que la empresa estatal de petróleos venda los dólares provenientes de las ventas del petróleo al Banco Central. La reforma también exige que el Banco Central transfiera USD 6 mil millones de dólares al nuevo fondo, Fondo de Desarrollo Nacional (FONDEN). Estos recursos estarían inicialmente guardados en una cuenta del Tesoro en el Banco Central. En la actualidad el BCV mantiene USD 29 mil millones en Reservas, saldo que deberá ser reportado en tres cuentas: Las reservas propias (\$23 mil millones), el Fondo de Estabilización Macroeconómica (\$700 millones), y el FONDEN, que inicialmente tendrá \$6 mil millones.³⁶

La diferencia entre el FONDEN y el FEM (Fondo de Estabilización Macroeconómica) es que los dólares depositados en el primero no tendrán que ser necesariamente vendidos al BCV cuando sean gastados y por lo tanto el total de las reservas podría caer cuando estos recursos sean utilizados.

El nuevo fondo incrementará la liquidez del gobierno, la misma que debido a los mayores ingresos petroleros ha alcanzado niveles sin precedentes. Esta liquidez se suma a las transferencias que la empresa estatal de petróleos realiza a favor del Estado. En el 2005 se espera que tales transferencias alcancen los USD 16 mil millones, elevándose así respecto a los montos registrados en años anteriores (USD 12 mil millones en el 2004 y USD 9.5 mil millones en el 2003). Adicionalmente, el gobierno tiene en la actualidad depositados USD 15 mil millones en el sistema financiero y USD 12 mil millones en los fondos de desarrollo manejados por el Estado.

Argentina

De acuerdo a las autoridades económicas argentinas³⁷, en la actualidad son claras las diferencias que separan a la llamada “nueva argentina” de la denominada “vieja argentina”. De acuerdo a las autoridades el crecimiento económico de esta nación ahora se basa en el ahorro interno y ya no en el ahorro externo; el control de la inflación se sustenta en una política fiscal disciplinada y una moneda competitiva y ya no en una moneda artificialmente sobrevaluada; y se han alcanzado superávits fiscales sin precedentes en los últimos 50 años.

Como resultado de una política anticíclica de acumulación de reservas, implementada por el Banco Central de la República Argentina, con el fin de reducir la vulnerabilidad externa del país, el nivel de reservas internacionales ha alcanzado a principios de julio los USD 23.128 millones, el mayor nivel registrado desde abril de 2001. La política de acumulación de reservas ha requerido mayores

³⁴ CEPAL

³⁵ UBS, Investment Research, 25 de mayo 2005.

³⁶ J.P Morgan, Data Watch, 22 July 2005.

³⁷ Barclays Capital, The New Argentina and Its Near Term Outlook

colocaciones de Títulos del Tesoro Nacional, por lo cual las tasas de interés del Banco Central han aumentado pasando de 2,75%-3,25% a fin de marzo a 4,25%-5,25% a fin de junio³⁸. De esta manera en el primer semestre del año, el Banco Central ha aplicado una política monetaria de carácter contractivo. En la actualidad la economía argentina depende mucho menor de los flujos de capital externos y más de ahorro doméstico³⁹.

La recuperación de la **actividad económica** registrada en el segundo trimestre permitió compensar la desaceleración de la actividad observada en los primeros tres meses del año, período en el cual PIB creció en 0,5% (desestacionalizado) y en 8% en términos anuales. El BCRA estima que en el 2005 el crecimiento económico será de 6,5% y a diferencia de lo observado en el primer trimestre, se espera que en la segunda parte del año el gasto interno sea el principal factor de crecimiento del PIB, desplazando así a las exportaciones netas.

De acuerdo al BCRA, la mayor dinámica de la construcción y las crecientes importaciones de bienes de capital, observadas en el segundo trimestre, hacen prever una significativa recuperación de la inversión en el resto del año. Adicionalmente, varios elementos contribuirían al fortalecimiento de la demanda interna en el segundo semestre: el mayor impulso de la obra pública; la expansión del gasto fiscal (que estacionalmente es mayor en la segunda parte del año); las medidas fiscales de estímulo a la inversión; la recuperación de la masa salarial (impulsada por las negociaciones privadas en el sector formal de la economía que indirectamente impactan sobre los sectores informales); las mejoras en los salarios públicos y en las jubilaciones; el dinamismo del crédito⁴⁰. Por el lado de la oferta, la construcción, el agro y el comercio, son las actividades que más contribuirían al crecimiento del PIB. En las cifras del segundo trimestre se reflejaría el impacto de la cosecha récord de soja.

En el **ámbito externo**, dada la favorable evolución de las exportaciones, se ha ajustado al alza la proyección del superávit de la Balanza Comercial para 2005 (5,4% del PIB). La cuenta corriente cerraría el año con un resultado positivo de 1,8% del PIB, y “recién a partir del segundo trimestre ésta reflejaría el impacto del canje de la deuda pública en cesación de pagos finalizado en febrero y liquidado en junio”⁴¹.

Debido al incremento de la recaudación tributaria, registrado en el primer semestre (17,9%), los **resultados de las cuentas fiscales** siguen siendo positivos. Se espera que el superávit primario a nivel nacional llegue a 3,4% del PIB y en términos consolidados el resultado sea más de 4%. Tras finalizado el proceso de reestructuración de la deuda pública, el Gobierno Nacional retornó al mercado de capitales con emisiones de BODEN, mejorando las perspectivas sobre el financiamiento del Tesoro en el corto plazo.

Debido a factores estacionales, la tasa de **desempleo** aumentó durante los primeros tres meses del año en 0,9 puntos porcentuales, situándose en 13%⁴², luego de haber caído por tres trimestres consecutivos. En términos interanuales la tasa de desocupación se redujo en 1,4 puntos porcentuales. Mientras el desempleo creció en el sector informal de la economía, el sector formal registró mejoras. Para el segundo trimestre se espera una menor tasa de desempleo sustentada en factores estacionales, recuperación de la demanda laboral y aumento en el empleo formal. Para fin de año las autoridades estiman una tasa de desempleo de 10,5%.

³⁸ Banco Central de la República Argentina, Informe de Inflación III Trimestre, julio 2005.

³⁹ Barclays Capital, The New Argentina and Its Near Term Outlook

⁴⁰ Ibid, julio 2005.

⁴¹ Ibid, julio 2005.

⁴² La tasa de desocupación ascienda a 16,6% si no se consideran los planes de empleo.

En contraste con el repunte de la **inflación** observado en el primer trimestre, entre abril y junio la inflación minorista mostró una importante disminución, aumentando en 2% (la mitad de lo registrado en los primeros tres meses). A pesar de ello, a junio la inflación acumulada subió a 6,1% y la inflación subyacente muestra una persistencia importante.

LA REESTRUCTURACIÓN DE LA DEUDA PÚBLICA ARGENTINA

A fines del 2001, el gobierno argentino declaró el cese de pagos correspondientes a títulos de deuda por un valor cercano a los 83.000 millones de dólares. En marzo del 2005 se cerró la oferta de canje por nuevos bonos, que fue aceptada por los tenedores del 76% de la deuda elegible, de tal modo que en junio se realizó el canje. Esta reestructuración, producto de un largo y complejo proceso, tuvo varias características distintivas en comparación con otros procesos similares recientes: i) el monto involucrado era mucho mayor; ii) la cantidad de papeles incluidos en el canje también era muy elevada; iii) los bonos originales estaban sujetos a distintas disposiciones legislativas, y iv) a diferencia de los demás casos, la operación no se llevó a cabo en el marco de un programa plurianual del Fondo Monetario. La complejidad sustantiva y formal del trámite de reestructuración se reflejó en el largo período transcurrido entre la declaración de cese de pagos y el canje, que fue de 40 meses.

a) Condiciones iniciales

Después de la reestructuración efectuada en 1993 en el marco del Plan Brady, la deuda del gobierno argentino fue aumentando en forma sostenida, de 71.000 millones de dólares a fines de ese año a 144.000 millones en el 2001, mientras la carga de los intereses subía de unos 3.000 millones a algo más de 10.000 millones. A fines del 2001, la deuda ascendía a 83.000 millones de dólares correspondientes a bonos, unos 38.000 millones de pasivos con organismos multilaterales y oficiales, y 23.000 millones de deudas bancarias y de otras categorías. El total de la deuda equivalía al 54% del PIB, y los intereses al 3,8% del PIB, pero estas cifras no reflejan la incertidumbre existente respecto de la sostenibilidad del denominador de ambas relaciones, es decir del PIB en dólares.

El quiebre del régimen de convertibilidad incluyó el cese de los pagos de la deuda pública; la conversión a pesos, a diferentes tasas, de préstamos y depósitos bancarios, y la reestructuración de los plazos de estos últimos, junto con la imposición de severas restricciones al retiro de fondos. Estas medidas fueron acompañadas por una intensa turbulencia económica, y también política y social. Independientemente del tono de los discursos, el cese de pagos fue declarado en un período difícil desde el punto de vista económico, que afectó sobre todo a los grupos de menores ingresos. La reacción de los precios al acentuado aumento del tipo de cambio fue moderada. La brusca elevación del tipo de cambio real y la prolongada caída del nivel de actividad condujeron a un considerable descenso del PIB expresado en dólares. En esas circunstancias, la magnitud original de la deuda pública era incompatible con la capacidad de generación de fondos del gobierno. Esa situación se mantuvo, pese a la notable recuperación del producto real desde mediados del 2002 y la acumulación de altos superávit primarios en el ámbito fiscal. Además de la marcada reducción del PIB en dólares respecto del período de convertibilidad, que elevó por sí sola la carga de la deuda, la crisis financiera interna dio lugar a la emisión de nuevos títulos de deuda, mientras el gobierno nacional asumía las deudas de las provincias; paralelamente a esto, los organismos internacionales insistieron en reducir su exposición con el país, aun en los momentos de crisis más severa. La suma de todas estas circunstancias dio origen a una voluminosa demanda de recursos.

b) Proceso de reestructuración

El período posterior a la declaración del cese de pagos se caracterizó por una profunda incertidumbre con respecto a las perspectivas de la economía, en un contexto de transición política. En mayo del 2003 asumió un nuevo presidente electo y en septiembre su gobierno dio a conocer un esquema preliminar de canje. Poco antes, el gobierno había acordado un programa trienal con el Fondo Monetario, en el que solo se establecieron metas cuantitativas para el primer tramo anual. En varias oportunidades durante el proceso de reestructuración, los actores involucrados hicieron declaraciones públicas de tono elevado. El gobierno argentino otorgó primordial importancia a la sostenibilidad de los pagos que se comprometía a hacer, habida cuenta de la decisión de atender el servicio de la deuda emitida con posterioridad al cese de pagos y de que no se reestructurarían los pasivos con organismos internacionales, y partiendo de supuestos razonables respecto al crecimiento del PIB y de la capacidad de ajuste fiscal, si bien la hipótesis de que se produciría un crecimiento sostenido del PIB unido a apreciables y persistentes superávit primarios del sector público se basa en drásticos cambios de comportamiento con respecto a los patrones históricos. A la vez, y con el respaldo de los excedentes fiscales que se venían registrando, no mostró urgencia por completar la reestructuración ni por recuperar el acceso a los mercados internacionales de bonos.

Los tenedores de títulos que, con la excepción de las instituciones financieras locales, estaban bastante divididos crearon varias asociaciones que operaban en diversos ámbitos públicos, aunque sin conocimiento del gobierno. La reacción de los medios financieros internacionales fue muy variada: mientras en algunos se insistía que la sostenibilidad debía ser el criterio básico para una reestructuración, en otros se aludía a Argentina como caso testigo, en el que cabría que los organismos multilaterales de crédito y los países desarrollados exigieran compromisos de pagos elevados, con fines punitivos o como señal para otros deudores. La reacción de los países desarrollados también muestra ciertas diferencias de matiz. Algunos expresaron las demandas de los tenedores de bonos nacionales, que exigían apreciables mejoras de las condiciones de canje; en otros casos, el tema de la deuda se entremezcló con la de las inversiones de empresas en la Argentina y también se esgrimieron argumentos a favor de una solución de mercado. En los casos de cese de pago, sin excluir la posibilidad de cuantiosas quitas de tal modo que no fuera necesario recurrir a fondos externos. La principal exigencia del Fondo Monetario fue que la propuesta de canje gozara de un alto grado de aceptación por parte de los tenedores de bonos. En conjunto, estas actitudes y declaraciones públicas de los agentes más importantes definieron una negociación extremadamente compleja. Las posturas del gobierno y del Fondo Monetario sobre las modalidades de la reestructuración dieron lugar a diferencias entre ambos, que influyeron en la decisión de las partes de suspender la ejecución del programa en curso, tomada en agosto del 2004. Por lo tanto, la propuesta de canje se presentó sin que existiera un acuerdo vigente con el Fondo; el organismo y los mayores países industrializados se manifestaron prescindentes, con un grado variable de benevolencia. De todos modos, quedaba claro que el resultado de la operación podría influir

notablemente en las relaciones económicas y políticas del país con los centros internacionales. Pese a la incertidumbre que esto suponía, la economía siguió en un proceso de fuerte expansión.

c) La operación de canje

El gobierno dio a conocer las líneas básicas de su oferta en junio del 2004 y, luego de varios meses de negociaciones, la oferta se formalizó en enero del 2005. La propuesta contemplaba la emisión de tres tipos de bonos:

- i) Bono par, por un monto máximo de 15.000 millones de dólares, sin quita de capital, con vencimiento en el 2038 y tasa de interés fija y creciente de un 1,33% en los primeros cinco años y que llegaría al 5,25% a partir del 2028.
- ii) Bono descuento, por 18.500 millones de dólares, con quita de capital de un 66,3%, vencimiento en el 2033 y un rendimiento del 8,28% anual.
- iii) Bono cuasi par, por un monto máximo equivalente a 8.300 millones de dólares, denominado en pesos, con un descuento del 30,1% (respecto del valor en dólares), vencimiento en el 2045, valor de capital ajustable por la inflación y tasa de interés del 3,31% (capit alizable en los primeros años).

Los bonos par y de descuento podrían denominarse en pesos, en cuyo caso se reajustarían de acuerdo a la inflación, o en dólares, euros o yen. Los tenedores de los nuevos bonos recibirían un pago en efectivo por los intereses devengados y pagaderos a partir del 31 de diciembre del 2003. Los títulos tendrían incorporadas unidades vinculadas al producto bruto interno, que definirían pagos dependientes de la expansión de la actividad. La estimación de la quita de valor presente, resultante de la oferta de canje era compleja por depender de una evaluación de la probabilidad de repago, dado que los compromisos moderados pueden crear expectativas de mayores pagos que las grandes promesas de difícil cumplimiento. En este caso los cálculos efectuados por especialistas aludían a un descuento de entre 65% y 70% que excluía el efecto de las unidades vinculadas al PIB.

La propuesta también incluía una serie de incentivos. Uno de ellos era la disposición de que los fondos correspondientes a los pagos de cupones de los bonos que no hubieran sido emitidos por haber habido tenedores de bonos que no participaron en el canje se utilizarían para recompra de deuda pública. Asimismo, se creó la categoría de acreedor más favorecido, que permitía a los poseedores de bonos canjeados participar en una conversión posterior en caso de realizarse una oferta de compra o canje de los bonos afectados por el cese de pago que no se hubieran incluido en la operación original. También se dispuso que, durante un plazo de seis años y en caso de que la economía creciera más que la tendencia base, aplicando un criterio similar al empleado con los cupones vinculados al PIB se destinarían recursos adicionales a la recompra de deuda. Por último, en la presentación de la propuesta el gobierno anunció que no abriría otra oferta en el futuro. Por su parte, el Congreso sancionó una ley que prohibía al poder ejecutivo reabrir el canje una vez finalizado el que estaba en curso.

Al término del período de oferta en marzo del 2005, se presentaron para el canje bonos por un total de 62.000 millones de dólares, suma equivalente al 76% del monto elegible. La tasa de participación fue inferior a la de otras reestructuraciones, pero de todos modos fue elevada, teniendo en cuenta las condiciones de la operación. La participación de los tenedores de bonos residentes en el país fue alta y los menores coeficientes de aceptación se registraron, al margen de los fondos especializados en litigios, en pequeños tenedores europeos. Los nuevos papeles que debían emitirse tendrían un valor total de poco más de 35.000 millones de dólares. En la operación se cubrieron los cupos de bonos par y cuasi par, por lo que el monto de la emisión de bonos de descuento se definió residualmente. Los acreedores optaron por el canje de una parte significativa de los bonos emitidos originalmente en divisas por títulos en pesos ajustables, lo que sugería expectativas de revaluación real de la moneda. Fuera de los tenedores que no participaron en la operación, cuyos bonos representaban cerca de 20.000 millones de dólares del valor original, después del canje la deuda pública del gobierno federal ascendería aproximadamente a 123.000 millones de dólares, cifra que representa poco más del 70% del PIB; y que incluye unos 30.000 millones correspondientes a pasivos con organismos internacionales y una cifra similar a títulos en curso, emitidos después del 2001. Aunque la relación deuda/PIB seguía siendo alta, la operación permitió extender el perfil de vencimientos, con una maduración media de los pasivos de cerca de 12,5 años, lo que se compara con menos de 8 en el 2001; asimismo, se redujo considerablemente la carga de los intereses que, al margen de posibles efectos de variación de los tipos de cambio en los primeros años, ascenderían a 3.000 millones de dólares, es decir a cerca del 2% del PIB del 2004. De todas maneras, los vencimientos de deuda, especialmente de los bonos emitidos entre el 2001 y el 2004 y los préstamos de organismos internacionales implican un volumen de recursos significativos a partir del 2005. La refinanciación de estos pasivos depende en gran medida de las negociaciones con el Fondo Monetario, que otorga gran importancia al trato que se daría a quienes no participen en la operación de canje.

A comienzos del 2005, el volumen del PIB real se acercaba a los máximos alcanzados siete años antes, aunque su valor en dólares seguía siendo mucho menor; sin embargo, en el 2005 el comercio exterior arrojaba un elevado superávit y el sector público presentaba un voluminoso saldo primario, que superaba ampliamente el servicio de los intereses de la deuda en el futuro cercano. La atención de los pasivos del gobierno plantea exigencias en materia de desempeño macroeconómico y fiscal que resultan más estrictos que en el pasado, pero que son compatibles con una consolidación de las tendencias que ya se vienen observando. La sostenibilidad de la deuda, es decir la capacidad del gobierno para pagar los intereses e ir reduciendo la relación entre la deuda y el producto, parece depender del afianzamiento de estas tendencias, a partir de condiciones iniciales que se encuadran en las restricciones del presupuesto. (Tomado de CEPAL, Estudio Económico de América Latina, Agosto 2005)

Brasil

Luego de la fuerte expansión económica registrada durante el 2004, el crecimiento del PIB se desaceleró en el primer trimestre del año, registrando una variación de 0,3%⁴³, la cual estuvo sustentada básicamente en la contribución positiva de las exportaciones netas. En contraste, la inversión y el consumo privado y público se desaceleraron, mientras que a pesar de la apreciación

⁴³ Respecto al trimestre inmediato anterior

del real respecto otras monedas, incluido el dólar, las exportaciones crecieron en 3,5%⁴⁴. El incremento de las tasas de interés desde septiembre del año pasado y la menor rentabilidad del sector rural, explicarían la caída de la inversión (3%). El mercado redujo su expectativa de crecimiento del PIB para 2005 de 3,7% estimado en enero a 3% a fin de junio⁴⁵. A mayo la tasa de desempleo descendió hasta 10,2% situándose por debajo del mismo mes del año anterior (12,2%).

En el segundo trimestre del año el real continuó apreciándose respecto al dólar, evidenciando una valorización nominal cercana a 14% en la primera mitad del año. A pesar de que Brasil ha reducido su posición importadora neta de petróleo, el incremento del precio de petróleo constituye un elemento de riesgo para el crecimiento económico de este país.

En mayo las tasas de **inflación** anual y acumulada fueron de 8.1% y 3.2%, respectivamente. Estos resultados marcan una reducción del ritmo de crecimiento de los precios⁴⁶ respecto a los primeros cuatro meses del año, determinando sin embargo, en una trayectoria superior a la meta inflacionaria fijada por el Consejo Monetario Nacional para 2005. El menor crecimiento de los precios, registrado en el segundo trimestre, se explica por la menor inflación en los rubros de alimentos y de bienes y servicios regulados, así como por la caída en el precio de los combustibles, particularmente del alcohol. "Las estimaciones del mercado para la inflación en 2005 se han ido reduciendo en las últimas semanas y a principio de julio ya se situaban por debajo de 6%"⁴⁷.

En un contexto de menores expectativas de inflación, asociadas al incremento de la capacidad ociosa y la apreciación del real, el Comité de Política Monetaria decidió en junio interrumpir el ciclo alcista de la tasa SELIC, tasa de interés de referencia. Esta tasa se sitúa actualmente en 19,75% y se espera se mantenga estable hasta septiembre.

En los cinco primeros meses del año, la **cuenta corriente** de la balanza de pagos alcanzó un superávit de US\$ 4.065 millones (1,4% del PIB), que casi duplica al registrado en el mismo período del año anterior. Este resultado se explica por el crecimiento de las exportaciones, que durante el primer semestre fue 24% interanual (i.a) llegando a US\$53.700 millones. El favorable desempeño de las exportaciones obedeció básicamente al aumento del volumen exportado (15% i.a).

A mayo, el Gobierno acumuló un **resultado fiscal positivo** superior a 6,5%, cumpliendo así con una meta de superávit fiscal primario de 4,25% del PIB, gracias a la mayor recaudación tributaria. El saldo de la deuda pública neta se ubicó en 50,3% del PIB, situándose por debajo del 57,2% registrado a fines de 2003. Debido a este desempeño, el spread de riesgo soberano, que casi alcanzó 500 puntos básicos en abril, cayó hasta niveles en torno a 400 puntos a fines de junio.

Colombia

La inflación anual al consumidor pasó de 5.5% en diciembre de 2004 a 4.8% en junio de 2005⁴⁸. La apreciación del peso colombiano, las expectativas de una inflación decreciente y la subutilización de la capacidad productiva contribuyeron al menor ritmo de crecimiento de los precios. La mayor credibilidad en las metas inflacionarias se ha reflejado en una menor indexación de los salarios. Mientras en el 2004, el 36.1% de las negociaciones salariales acordaron un incremento de 6.7%, en el 2005, el 64.4% de las negociaciones, consideraron un incremento de 5.6%. La variación del IPC de los bienes transables (sin alimentos ni regulados) pasó de 3,5% a 2,1% entre diciembre de 2004 y junio de 2005.

⁴⁴ Variación trimestral ajustada estacionalmente.

⁴⁵ Banco Central de la República Argentina, Informe de Inflación, julio 2005

⁴⁶ Medido por el Índice de Precios al Consumidor Amplio.

⁴⁷ Banco Central de la República Argentina, Informe de Inflación, julio 2005

⁴⁸ Banco Central de la República de Colombia, Informe de Inflación

Se espera que el consumo de los hogares continúe recuperándose a lo largo del año, dado que las cifras de la muestra mensual del comercio al por menor para el mes de abril reflejan “un comportamiento dinámico del comercio de bienes no durables”, con un fuerte crecimiento (6%) del subsector de alimentos, bebidas y tabaco. Las bajas tasas de interés y los resultados favorables de los indicadores de confianza y de expectativas, también respaldan la recuperación del consumo.

Las importaciones también crecieron como consecuencia del menor costo asociado a la apreciación del peso respecto al dólar, así como por el buen desempeño de la inversión. Durante el primer trimestre el 35.2% del total de importaciones corresponden a bienes de capital y 46.4% a bienes intermedios. A pesar de que en términos de valor el crecimiento de las exportaciones observado en el primer trimestre fue mayor al de las importaciones, en términos reales éstas últimas crecieron más que las primeras, situación que refleja la recuperación de los términos de intercambio.

De acuerdo al BCRC entre mayo de 2004 y mayo de 2005 (utilizando promedios de tres meses) la tasa de desempleo se redujo de 14% a 12.5%. Parte de la disminución de la tasa de desempleo obedecería a una menor oferta de trabajo, la misma que se contrajo en 0.9% en los cinco primeros meses del año, en contraste con un crecimiento de 2.4% y 1.4% en el mismo período de 2003 y 2004. Sin embargo, la creación de mayor empleo sería la principal explicación del descenso del desempleo. La reducción del número de ocupados fue mayor en los sectores caracterizados por una mayor informalidad (construcción, servicios sociales comunales y personales y comercio).

Area Euro⁴⁹

La actividad económica del Area Euro sigue siendo bastante moderada. De acuerdo al Banco Central Europeo, las estimaciones de **crecimiento** para el segundo trimestre del año apuntan a una variación del producto menor a la registrada durante los primeros tres meses del año (0.5%⁵⁰) y según la OECD en el 2005 el crecimiento anual alcanzaría el 1.2%. Si bien algunos indicadores reflejan cierta recuperación económica en la coyuntura, todavía no hay signos que hagan prever que tal recuperación será sostenida. Los elevados precios del petróleo constituyen el principal riesgo para la demanda interna, dada su incidencia negativa en la actividad económica y en la inflación.

Los históricamente bajos niveles de las tasas de interés tanto en términos nominales como reales, han contribuido de manera significativa al repunte de la demanda doméstica, especialmente a través de la actividad crediticia. En la primera semana de julio, el Consejo de Gobernadores del Banco Central Europeo, decidió mantener la tasa de interés para las principales operaciones de refinanciamiento en el 2%, continuando así con una política monetaria acomodaticia.

A pesar de un panorama económico poco alentador, el Banco Central Europeo sostiene que más allá del corto plazo cabría esperar una recuperación gradual de la actividad económica del área, sustentada en un mayor crecimiento de la inversión. Tal repunte estaría respaldado en las favorables condiciones financieras, el sólido crecimiento de las ganancias corporativas y las mejoras en la eficiencia del sector corporativo⁵¹. En el ámbito externo, se esperaría un mejor desempeño de las exportaciones, asociado a la mayor competitividad en términos de precios. Sin embargo, los elevados precios del petróleo y la desconfianza existente respecto al el futuro de área euro podría poner en riesgo este escenario optimista.

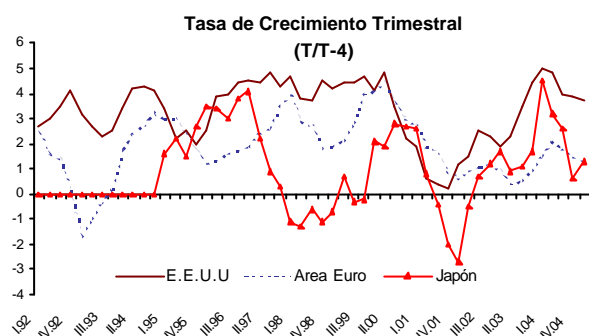
⁴⁹ European Central Bank, Monthly Bulletin, July 2005.

⁵⁰ Tasas de crecimiento trimestrales, respecto al trimestre inmediato anterior.

⁵¹ Ibid, pág.5

En el ámbito de los precios, en junio la tasa anual de *inflación* armonizada⁵² subió a 2.1%⁵³, comparada con el 1.9% registrado en mayo. Se espera que en los próximos meses las tasas anuales también fluctúen alrededor del 2%, debido a los altos precios del petróleo. Los salarios no han causado mayores presiones inflacionarias ya que debido a la lenta actividad económica, no han registrado mayores ajustes

Crecimiento Económico



Después de un desempeño económico bastante pobre en el segundo semestre de 2004, el crecimiento del PIB en el Area Euro repuntó a inicios del 2005,⁵⁴ alcanzando una variación trimestral de 0.5%, superior al 0.2% registrado en el trimestre inmediato anterior. Cabe mencionar sin embargo que debido a ajustes estadísticos, es posible que el crecimiento económico del 2004 haya estado subestimado y por ende, el del primer trimestre de 2005 estaría sobre estimado⁵⁵.

Durante el primer trimestre de 2005, el crecimiento económico estuvo explicado básicamente por la contribución de las exportaciones netas, mientras que la contribución de la demanda doméstica fue prácticamente nula. Debido al efecto negativo de los elevados precios del petróleo, las tasas de crecimiento del gasto en consumo y la inversión fueron menores a las observadas en el último trimestre del año anterior. El crecimiento de las exportaciones netas obedeció al menor dinamismo de las importaciones, ya que las exportaciones estuvieron afectadas por el efecto rezagado de la apreciación del Euro respecto a otras monedas.

En abril, la producción industrial (excluyendo construcción y nuevas órdenes) se incrementó en 0.6%, después de un crecimiento de 0.1% registrado en el primer trimestre. Mientras la producción de las industrias de bienes intermedios y de consumo creció, la producción industrial de bienes de capital permaneció estable.

De acuerdo a las encuestas de manufacturas y del sector de servicios, durante el segundo trimestre del año el desempeño del sector industrial sería menor al registrado en los primeros tres meses del año. Los índices de confianza del consumidor de la Comisión Europea y el “Purchasing Managers’ Index” (PMI), cayeron en abril y mayo en el sector manufacturero. Sin embargo, ambos indicadores crecieron en junio, mostrando signos de recuperación a fines del segundo trimestre. Por su parte, el PMI para el sector de servicios se mantendría igual al del primer trimestre, sugiriendo una expansión del sector, en contraste con el de manufacturas.

Consumo de los Hogares

Tras haberse recuperado en el último trimestre de 2004, el crecimiento del consumo privado se desaceleró en los primeros meses de 2005 y no se advierte una recuperación durante el segundo trimestre. En abril y mayo los volúmenes de las ventas al por menor cayeron en 0.6% en promedio en relación al primer trimestre.

⁵² Índice Harmonizado de Precios al Consumidor

⁵³ De acuerdo al Eurostat Flash Estimate.

⁵⁴ Europea Central Bank, Monthly Bulletin, July 2005.

⁵⁵ Ibid, July 2005.

El moderado crecimiento del consumo en el segundo trimestre también se refleja en la caída del Índice de Confianza del Consumidor de la Comisión Europea. Cabe anotar que éste indicador se había mantenido relativamente estable desde el tercer trimestre de 2004, aunque por debajo del promedio de largo plazo. El deterioro en la confianza del consumidor puede responder a condiciones laborales marcadas por la incertidumbre respecto a las reformas de la salud pública y el sistema de pensiones.

La fuerte expansión monetaria observada desde el segundo semestre de 2004, continúa fortalecida por las bajas tasas de interés, las cuales han estimulado la demanda de crédito por parte de los agentes. El agregado monetario M3 se expandió a una tasa anual de 7.3% durante el mes de mayo, superior a la variación de 6.7% registrada en el primer trimestre. El crecimiento del crédito al sector privado, en términos anuales, pasó de 7.3% en el primer trimestre del año a 7.8% en mayo. En este mismo mes el crédito de consumo registró una variación porcentual anual de 7.3%, mayor al 6.4% registrado en el primer trimestre. Por su parte, el crédito para la compra de vivienda creció en 10.1%.

De acuerdo al Banco Central Europeo, el crecimiento de la liquidez del área euro genera riesgos para la estabilidad de precios en el mediano y largo plazo. Adicionalmente, se advierte que el exceso de liquidez y el fuerte crecimiento del crédito puede generar presiones inflacionarias en el mercado de activos.

Inflación

En el ámbito de los precios, en junio la tasa anual de inflación armonizada⁵⁶ subió a 2.1%⁵⁷, comparada con el 1.9% registrado en mayo.

La variación anual del índice de precios al productor cayó de 4.3% a 3.5%, entre abril y mayo de 2005, reflejando así un menor incremento de los precios de la energía y los bienes intermedios. El crecimiento anual de los precios de la energía pasaron de 13.2% en abril a 9.7% en mayo, debido a la caída del precio del petróleo observada en abril y las dos primeras semanas de mayo⁵⁸.

A mayo, la variación anual del índice de precios al productor de los bienes de capital no mostró variación respecto a abril (1.5%). Si bien hay cierta evidencia de que los altos costos de la energía se han trasladado a los precios de los bienes intermedios, no hay una clara transmisión hacia los precios al productor de los bienes de consumo.

Empleo

Durante el primer semestre, las condiciones en el mercado laboral han permanecido relativamente estables⁵⁹. En los tres primeros meses del año, el empleo creció a una tasa similar a la observada en los dos trimestres previos (0.2%) y de acuerdo a la información de las encuestas de empleo se espera que esta evolución se mantenga en el segundo trimestre. El empleo cayó en el sector industrial y aumentó en el sector de servicios, debido a las diferencias en desempeño económico de los dos sectores y al mayor crecimiento en la productividad del sector industrial.

En mayo la tasa de desempleo estandarizada del Area Euro se ubicó en 8.8%, por debajo del 8.9% registrado en marzo y abril. De acuerdo a las encuestas de empleo para el segundo trimestre se esperaría un deterioro en las condiciones de empleo en el sector de la manufactura en comparación

⁵⁶ Índice Harmonizado de Precios al Consumidor

⁵⁷ De acuerdo al Eurostat Flash Estimate.

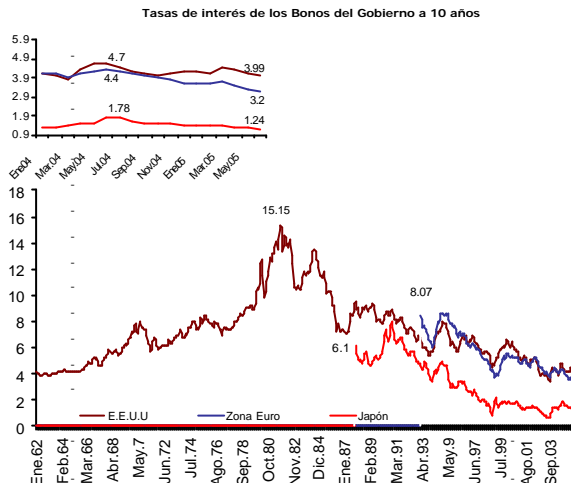
⁵⁸ European Central Bank, Monthly Bulletin.

⁵⁹ Ibid, 2005

al primer trimestre, mientras que en el sector de comercio y construcción se espera cierta recuperación del empleo.

II. MERCADO FINANCIERO Y DE CAPITALES

Tasas de Interés



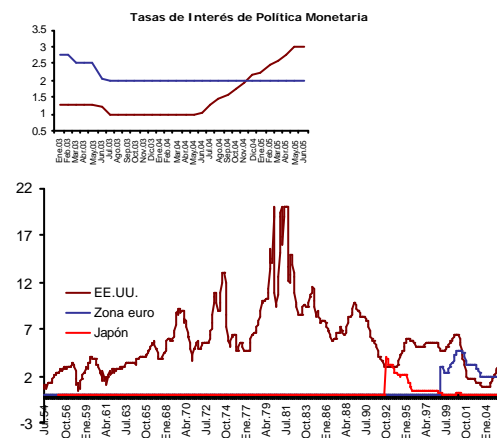
Los **intereses a largo plazo** de las principales economías industrializadas siguen siendo históricamente bajos⁶⁰, encontrándose cerca de los mínimos del 2003, época caracterizada por la amenaza de la deflación. En junio, la tasa de los bonos del Tesoro a 10 años registró un promedio de 4%, mientras que los papeles de mismo plazo de la Zona Euro y Japón se ubicaron en 3.2% y 1.24%, respectivamente. En la actualidad, los mercados financieros no han llegado a un consenso sobre el motivo que explica las bajas tasas e interés. Para el mismo Greenspan, la caída de las tasas de interés de los bonos de largo plazo y de los créditos hipotecarios, en un escenario de

ajustes al alza de las tasas de corto plazo, es un verdadero misterio.

Sin embargo, para algunos analistas, posibles presiones deflacionarias estarían explicando los bajos niveles de las tasas de interés. Dado que las tasas de interés a largo plazo reflejan las perspectivas de crecimiento e inflación de los agentes económicos en el largo plazo, estos analistas⁶¹ sostienen que los agentes económicos estarían esperando un crecimiento económico estructuralmente moderado, junto a fuerzas deflacionarias en los próximos años. Tales expectativas se habrían formado en un contexto económico en el cual una parte creciente de la producción de las economías industrializadas se está trasladando a los países de bajo coste laboral, con el fin de reducir los costos de producción, y en el que el desarrollo tecnológico ha elevado la productividad.

La combinación de estos dos elementos podría estar generando presiones hacia la baja del coste medio de producción mundial. A su vez, los menores salarios podrían afectar negativamente el consumo, generando presiones deflacionarias en los precios de los bienes finales. Por otro lado, el posible aumento de las tasas de ahorro privado, asociado al próximo retiro de los “baby boomers” a fines de esta década, podría afectar negativamente el consumo privado.

De acuerdo a estos analistas⁶² el envejecimiento poblacional, los incrementos de la productividad y el desarrollo de los países de bajo costo laboral, son elementos que explican la persistencia de fuerzas



⁶⁰ ECR, 30 de junio 2005.

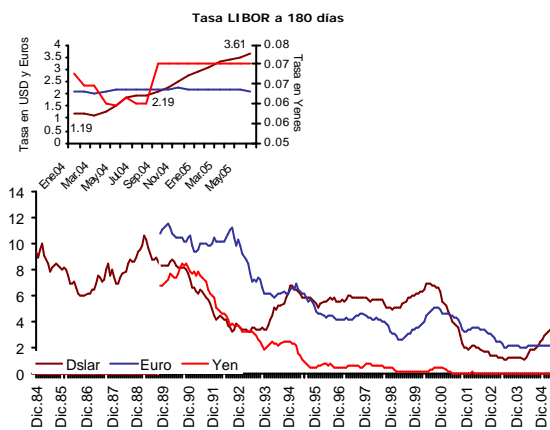
⁶¹ ECR.

⁶² ECR.

deflacionarias en la economía mundial. Señalan también que si en E.E.U.U y Europa la deflación todavía no se ha revelado es debido a las políticas de bajas tasas de interés y menores impuestos implementadas durante los últimos años. Este tipo de políticas han respaldado la demanda final y con ello el incremento de los precios. La combinación de mayores precios finales y menores costos laborales se ha traducido en un aumento de los márgenes de ganancia de las empresas. Sin embargo, este tipo de políticas también habrían contribuido a la burbuja de liquidez más grande de la historia⁶³ evidenciada en los últimos años.

En cuanto a las **tasas de política monetaria**, el treinta de junio, la Reserva Federal realizó el noveno ajuste de la tasa de interés objetivo de los fondos federales, ubicándola en el 3.25%. Greenspan dejó entrever que la política de ajuste gradual se mantendrá, en un contexto de “firme expansión” económica y en el que se advierten mejoras progresivas en las condiciones del mercado laboral. Entre los analistas, hay un consenso sobre una tasa objetivo de 4% para fin de año.⁶⁴ En el Area Euro, no se esperan ajustes al alza de la tasa de interés de referencia para las

principales operaciones de refinanciamiento (2%) en los próximos meses, dado que según las expectativas del mercado, en el mediano plazo la evolución de la inflación sería consistente con la meta inflacionaria del Banco Central Europeo y que además la economía se encuentra en una etapa de débil expansión económica. Tampoco se esperaría ajustes de la tasa hacia la baja, dado que la depreciación del euro podría impulsar las exportaciones y con ello el crecimiento económico. Por su parte, el mercado espera que el Banco de Inglaterra reduzca en los próximos meses su tasa repo, que actualmente



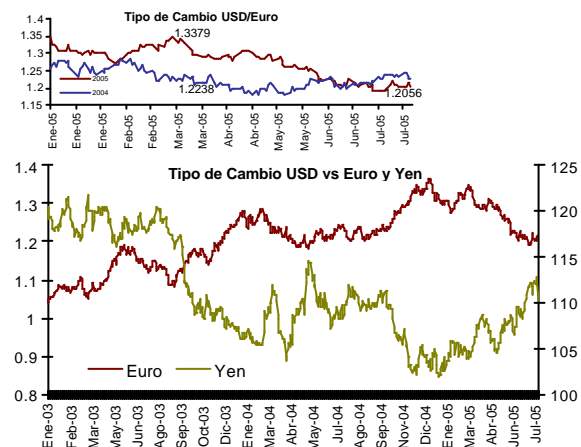
se encuentra en 4,75%.

Debido a la estrecha correlación que existe entre la tasa **LIBOR** en dólares y la tasa de los Fondos Federales, a partir del segundo trimestre de 2004 se observa una tendencia al alza de la LIBOR⁶⁵ en dólares, pasando de 1.19% en enero de 2004 a 2.89% en enero de 2005 y 3.61% en junio de 2005. La tasa en Euros y yenes se ubicó en junio en 2.11% y 0.07%. En contraste, la tasa LIBOR en Euros pasó de 2.11% en enero de 2004 a 2.19% en enero de 2005 y 2.11% en junio de 2005.

Tipos de Cambio

En el segundo trimestre de este año, en el marco del voto negativo a la Constitución Europea en Francia y Holanda, el dólar se apreció en 4% respecto al Euro. A fines de junio el tipo de cambio se situó en US\$/€1,21.

La cotización promedio pasó de USD/€1.31 en el primer trimestre a USD/€ 1.259 en el segundo. Respecto al primer semestre de 2004 el dólar se depreció en 4.7%. En julio⁶⁶ la



⁶³ Ibid.

⁶⁴ Ablan Jennifer, “Fed set for extran innings after ninth rate hike”, 4 de Julio 2005.

⁶⁵ A 180 días.

⁶⁶ Del 1ro al 22 de julio

cotización promedio diaria fue de USD/€1.2037, apreciándose así en 0.9% respecto al mismo mes del año anterior.

En general todas las monedas de la región latinoamericana se han revalorizado en relación al dólar durante el primer semestre del año. El real de Brasil se apreció en 15.6% respecto al mismo período del año anterior y en 11.1% respecto al semestre inmediato anterior. En el caso de Colombia, la apreciación habría sido de 13.1% respecto al primer semestre de 2004 y 7.4% respecto al segundo. El sol peruano registró una menor apreciación cambiaria, de 6.4% y 2.4% en los períodos respectivos. Solo respecto al Venezuela, el dólar se apreció en 11.1% y 8% respectivamente.

Tipo de Cambio USD vs Euro					
	I Trim	II trim	Ene-Jun	Jun	Jul*
2004	1.249	1.2055	1.2275	1.2146	1.2149
2005	1.31	1.259	1.2846	1.2156	1.2037
Variación	4.9%	4.4%	4.7%	0.1%	-0.9%

* Hasta el 22 de julio

Respecto al yen, la depreciación durante el primer semestre del año fue de 1.5% en relación al mismo período del año anterior, ubicándose en 110.4 yenes por dólar. Si se compara la cotización promedio del dólar vs el yen del primer semestre de 2005 vs el primer semestre de 2003, la depreciación fue de 10.4%.

Mercado de Bonos

Si bien durante el primer semestre del año los rendimientos de los bonos de largo plazo se mantuvieron bajos, desde fines de mayo se observó una creciente brecha entre los rendimientos de los bonos del área Euro y los estadounidenses. Mientras el rendimiento en términos reales de los bonos europeos bajó, el de los bonos norteamericanos subió. Dada la reducción de la inflación en las dos áreas económicas, la diferente tendencia en rendimientos reflejaría las percepciones de un desempeño económico divergente en las dos áreas económicas⁶⁷. Para el área euro las percepciones apuntan a perspectivas poco alentadoras en la actividad económica, mientras que en Estados Unidos se avizora un mejor desempeño económico.

Entre fines de mayo y comienzos de julio, el rendimiento de los bonos del gobierno a diez años del área Euro cayó a alrededor de 3.3%. Paralelamente, los bonos de los Estados Unidos subieron en 10 puntos básicos, alcanzando 4.1%. La primera semana de julio, como resultado de las mejores perspectivas económicas de los Estados Unidos, el diferencial entre los dos bonos se situó en 80 puntos básicos. En el caso de Japón, el rendimiento de los bonos a diez años permaneció sin cambios, a pesar de la noticias positivas sobre la actividad económica.

Emisión de bonos en América Latina

Durante el segundo trimestre del año, varios países latinoamericanos ingresaron nuevamente o reforzaron su presencia en el mercado internacional de capitales, ya sea realizando nuevas emisiones de bonos o a través de las operaciones de canje.

El 19 de julio la **economía uruguaya** emitió €300 millones de Bonos Globales con vencimiento en enero del 2016, precio de 100% y rendimiento de 6.875%. Esta emisión marca el retorno de Uruguay al mercado de capitales del Euro, del cual había estado ausente desde junio del 2001. De acuerdo a UBS, Uruguay aprovechó la coyuntura de tasas de interés históricamente bajas, lo cual le permitió asignar a los bonos el cupón más bajo que se haya registrado en las transacciones en dólares o euros (6.875%).

⁶⁷ Banco Central Europeo, julio 2005.

El 18 de julio, las autoridades económicas de **Argentina**, colocaron Bonos del Gobierno Nacional en dólares estadounidense LIBOR 2012 (BODEN 2012) por un valor nominal (VNO) de USD 441,895,000. El precio de corte fue de USD 912.5 por cada VNO de USD 1000. El total de ofertas recibidas ascendió a VNO USD 1,539,295,000, y se aceptó el 29% de las mismas.

En marzo, **Venezuela**, emitió un bono a 10 años por €1.000 millones (1.320 millones de dólares) con un cupón de 7,0%. Esta operación constituyó el retorno del país a los mercados europeos desde el 2001. El bono con vencimiento en el 2015 se vendió a un precio de 99,301%, con un rendimiento de 7,1%. La emisión, inicialmente por 500 millones de euros, debió ser ampliada ante una fuerte demanda.

Colombia y Perú también realizaron emisiones en julio, las condiciones se presentan en la siguiente tabla:

Emisiones de Bonos en América Latina

Emisor	Rating de la Emisión (Moody's y S&P)	Fecha Emisión	Moneda	Monto	Cupón (%)	Fecha de Vencimiento	Precio (%)	Spread (puntos básicos)	Rendimiento (%)
Colombia	Ba2/BB	12/07/2005	USD	500	8.25	22/11/2014	106.63	314	7.27
Perú	Ba3/BB	13/07/2005	USD	750	7.35	21/07/2025	100	295	7.35
Brasil (Conglomerado Industrial)	B1/BB-	15/07/2005	USD	150	8.875	01/08/2015	100	471	8.875
Uruguay	B3/BB+	19/07/2005	Euro	300	6.875	19/01/2016	100	359	6.875
Venezuela		Mar-05	Euro	1000	7	Jul-15	99.301		7.1

Mercado Accionario

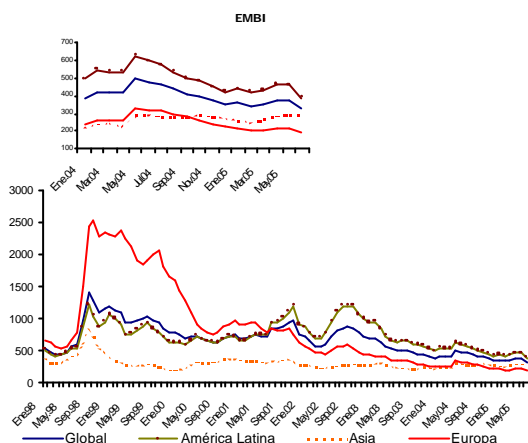
Durante el mes de junio, los precios en el mercado de stocks del área euro se incrementaron, continuando así con la tendencia alcista registrada desde fines de abril. Medido por el índice Dow Jones EURO STOXX, los precios del stock del área euro crecieron en 5% entre fines de mayo y la primera semana de julio, registrando así un desempeño más favorable que el del mercado estadounidense. El desempeño de éste último, medido por el índice Standard and Poor's 500 permaneció sin mayores cambios, durante el mencionado período mientras que el Índice japonés Nikkei 225, que da cuenta de la evolución del mercado de stocks japonés, se incrementó alrededor de 3% en el período en mención⁶⁸.

En el caso de los Estados Unidos, en el mes de junio los precios de los stocks estuvieron respaldados en un crecimiento relativamente fuerte de las ganancias, que permitió compensar las preocupaciones relativas a los elevados precios del petróleo.

Si bien el desempeño relativamente favorable de los precios de los stocks en el Area Euro parece poco consistente con las perspectivas de una débil actividad económica en el mediano plazo, hay algunos factores que permiten entender tal evolución: la reducción de las tasas de descuento asociada a las menores tasas de interés reales; las relativamente fuertes ganancias del sector corporativo del área euro también influyen positivamente en los mencionado precios; los índices probablemente miden las expectativas de ganancias de las empresas que operan en otras áreas económicas.

⁶⁸ Banco Central Europea, Boletín Mensual, julio 2005

Flujo de Capitales



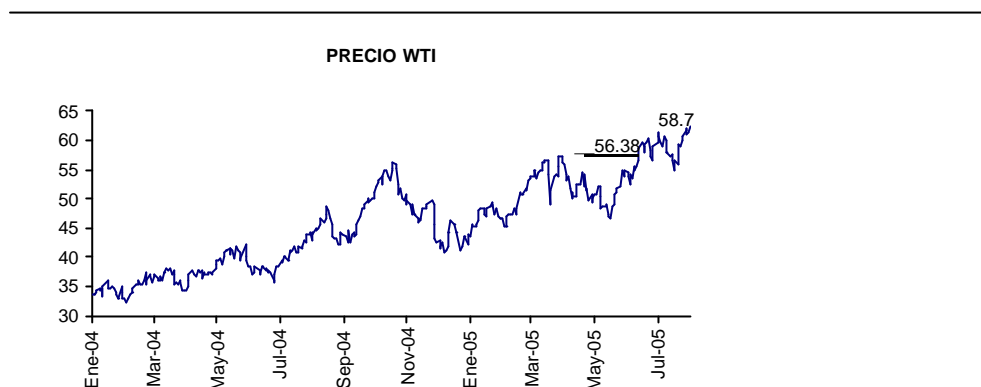
Los históricamente bajos niveles de las tasas de interés de largo plazo en las principales economías industrializadas han favorecido los inlfujos de capital hacia las economías emergentes. Dado el deterioro de la calificación crediticia de empresas del sector automotriz de Estados Unidos, el *spread* del *Emerging Market Bond Index* (EMBI+) comenzó a descender en contraste con el *spread* de las “empresas riesgosas” de los Estados Unidos que continuó con su tendencia creciente hasta mayo. Los mejores resultados obtenidos tanto en el ámbito fiscal como externo, así como las favorables perspectivas económicas y el elevado nivel de los precios de las materias primas, son factores que habrían contribuido a la reducción del riesgo país en la región latinoamericana. En el caso de Brasil, la inversión extranjera directa ha pasado de USD 2,947 millones en los cinco primeros meses de 2004 a USD 5,688 millones. Una de las explicaciones para el bajo rendimiento de los bonos del Tesoro norteamericano en relación al crecimiento nominal del PIB estadounidense⁶⁹ ha sido la creciente demanda de activos en dólares por parte de los fondos de pensión y de los bancos centrales de Asia, especialmente con el fin de poder estabilizar sus monedas respecto al dólar (yen, yuan).

III. PETROLEO⁷⁰

- A inicios de Julio, el precio del WTI y el Brent ascendieron más allá de los USD 60 por barril, debido a que se temía que las tormentas anunciadas en el golfo de México, afectarían la producción de crudo y gas de esa región. Finalmente, no se registraron mayores daños, sin embargo la mayor demanda de Diesel y los temores de posibles problemas de oferta en el próximo invierno, incrementaron la demanda por mayores stocks de crudo para refinación. El mercado petrolero se ha caracterizado por un elevado nivel de volatilidad de los precios, especialmente durante el segundo trimestre del año. En julio se alcanzó un precio record del petróleo, al situarse sobre los USD 60/b. El precio promedio diario del WTI pasó de USD 49.8/b en mayo a USD 56.38/b en junio y USD 58.7/b en julio.

⁶⁹ Wachovia, Economic Commentary, 29 de abril 2005.

⁷⁰ La mayor parte de esta sección se basa en información contenida en el Reporte Petrolero de la Agencia Internacional de Energía, publicado el 13 de julio 2005.



- La Agencia Internacional de Energía ajustó hacia la baja las perspectivas de demanda global de petróleo en su último informe del 13 de julio. La demanda sería mayor en 1.58 millones de barriles diarios (mb/d) a aquella registrada para el 2005, debido a las menores perspectivas de la demanda de la economía China y de Estados Unidos. Para el 2006 la proyección es mayor, estimándose una variación de 1.75 mb/d respecto al 2005, debido a que se espera una fuerte demanda por parte de los países No OECD así como una recuperación de la demanda China.
- Por su lado, Estados Unidos continúa importando cada vez mayores cantidades de petróleo y la OPEP se ha visto obligada a aumentar el nivel de producción con el fin de abastecer al mercado.

Demanda Global de Petróleo por Región

(Millones de Barriles Diarios)

	Demanda 2005	Variación Anual			Variación Anual (%)		
		2004	2005	2006	2004	2005	2006
América del Norte	25.61	0.83	0.26	0.33	3.4	1	1.3
Europa	16.33	0.17	0.05	0.03	1	0.3	0.2
OECD Pacífico	8.64	-0.18	0.11	0.06	-2	1.3	0.7
China	6.79	0.86	0.36	0.49	15.4	5.5	7.2
Otros Asia	8.8	0.47	0.28	0.27	5.9	3.3	3.1
Subtotal Asia	24.23	1.15	0.75	0.83	5.2	3.2	3.4
Ex URSS	3.78	0.15	0.04	0.05	4.2	1	1.2
Medio Oriente	6.07	0.33	0.3	0.31	6.1	5.2	5.1
Africa	2.89	0.07	0.09	0.09	2.7	3.2	3.1
América Latina	4.95	0.19	0.1	0.11	4.1	2	2.3
Mundo	83.88	2.89	1.58	1.75	3.6	1.9	2.1

Fuente: Agencia Internacional de Energía

- En cuanto a la oferta, se espera que aquella correspondiente al grupo No OPEP alcance un promedio de 52.4 mb/d en el 2006, en comparación con los 51.0 mb/d que se registrarían en el 2005. La mayor producción del 2006 se respaldaría en menores problemas de oferta de los OECD y el fuerte crecimiento de los países de América Latina, de la Ex Unión Soviética y de África.
- Debido a problemas en el Oleoducto de Alaska, el total de la producción petrolera de Estados Unidos cayó en el mes de junio, alcanzando los 7.75 mb/d. Para este año se espera una menor producción para los meses de septiembre, octubre y noviembre. Por su lado, la producción del crudo mexicano del presente año, fue revisada al alza respecto a las cifras publicadas en el mes de mayo. La producción de los países de la OPEP promedió los 29.3 mb/d, sin contar la producción el crudo sintético venezolano.

Oferta Global de Petróleo								
	Millones de Barriles Diarios				Variación anual			
	2003	2004	2005	2006	2003	2004	2005	2006
América del Norte	14.62	14.59	14.66	14.82	0.14	-0.03	0.07	0.16
Europa	6.34	6.09	5.85	5.69	-0.27	-0.25	-0.24	-0.15
Pacífico	0.66	0.58	0.57	0.56	-0.11	-0.08	-0.01	-0.01
Total OECD	21.61	21.26	21.08	21.08	-0.24	-0.35	-0.18	-
Ex URSS	10.33	11.22	11.63	12.22	0.94	0.89	0.42	0.59
Europa del Este	0.17	0.17	0.16	0.15	-0.01	-0.01	-0.01	-0.01
China	3.41	3.48	3.61	3.61	0.02	0.07	0.13	-0.01
Otros Asia	2.62	2.75	2.79	2.88	0.09	0.13	0.03	0.09
América Latina	4.04	4.07	4.30	4.53	0.09	0.04	0.23	0.23
Medio Oriente	2.00	1.89	1.79	1.72	-0.10	-0.11	-0.09	-0.07
Africa	3.06	3.43	3.76	4.30	0.09	0.37	0.33	0.54
Total No OECD	25.63	27.01	28.04	29.42	1.11	1.38	1.03	1.37
Ganancias de Procesamiento	1.80	1.83	1.86	1.90	0.04	0.03	0.03	0.04
Total No OPEP	49.05	50.11	50.98	52.39	0.91	1.06	0.88	1.41
OPEP crudo	26.77	28.66	-	-	1.64	1.89	-	-
OPEP NGL y No Conv.	3.89	4.31	4.77	5.14	0.20	0.42	0.46	0.37
Total OPEP	30.66	32.96	-	-	1.83	2.31	-	-
OFERTA TOTAL	79.71	83.07	-	-	2.75	3.36	-	-

Fuente: Agencia Internacional de Energía