

PROVINCIA DE TUCUMÁN

CONSEJO FEDERAL DE INVERSIONES



PROYECTO:

**EL MERCADO DE CRÉDITO EN LA PROVINCIA DE TUCUMÁN:
ANÁLISIS Y PERSPECTIVAS**

INFORME FINAL

COORDINADOR: LICENCIADO EMILIANO BASCO

COLABORADORES: LICENCIADO ARY KRIVOPISK

LICENCIADO FERNANDO SCOVOTTI

LICENCIADO CARLOS GUBERMAN

LICENCIADO MARTÍN CALVO

LICENCIADO NICOLÁS LITVINOFF

LICENCIADA ALINA DAHAN

DICIEMBRE DE 2005

<i>Resumen ejecutivo</i>	4
<i>Actividad 1: Relevamiento de estudios económicos y financieros. Relevamiento de estadísticas financieras disponibles.</i>	6
<i>Actividad 2: Análisis del Contexto Macroeconómico nacional. Análisis del contexto macroeconómico en Tucumán.</i>	10
2.1 Contexto internacional	10
2.2 Contexto Macroeconómico Nacional	18
2.3 Contexto Macroeconómico De Tucumán	25
<i>Actividad 3: Perspectivas de la economía y proyecciones macroeconómicas para las principales variables.</i>	37
<i>Actividad 4: Análisis del financiamiento del sector privado argentino en el contexto global.</i>	42
4.1 Introducción	42
4.2 Financiación de los Mercados Emergentes	45
4.3 Financiamiento en Argentina en el contexto regional	52
4.4 Sistema Financiero	60
<i>Actividad 5: Evolución de depósitos, créditos y tasas del Sistema Financiero. Proyección de corto plazo de las principales variables monetarias del sistema financiero.</i>	73
<i>Actividad 6. Estado de situación patrimonial del sistema financiero. Análisis de fortalezas y debilidades: Ratios de rentabilidad, solvencia y liquidez.</i>	76
6.1 Introducción	76
6.1.1 Pasivos	77
6.1.2 Activo	78
6.2 Análisis de fortalezas y debilidades	82
6.2.1 Indicadores de Capital	82
6.2.2 Indicadores del Activo	84
6.2.3 Indicadores de Eficiencia	86
6.2.4 Indicadores de Rentabilidad	88
6.2.5 Análisis de la brecha estructural	91
6.2.6 Indicadores de Liquidez	92
6.3 Conclusiones sobre las fortalezas y debilidades del sistema	94
<i>Actividad 7. Análisis de las perspectivas de profundización financiera dada la situación existente. Propuestas de desarrollo sobre experiencias internacionales.</i>	96
7.1 Mercados de Capitales en Economías Emergentes	96
7.1.1 Introducción	96
7.1.2 Importancia del mercado de capitales	97
7.1.3 Fuentes de financiamiento locales	99
7.1.4 Desarrollos recientes del mercado de capitales local	100
7.1.5 Caracterización del mercado de capitales en la Argentina	101
7.1.6 Perspectivas	105
7.2 El grado de monetización en la Argentina	105
7.2.1 Introducción	106
7.2.2 La profundidad financiera en Argentina	106
7.2.3 Sugerencias para el incremento de la profundidad financiera	108

<i>Actividad 8: Análisis del crédito del sistema financiero en la provincia de Tucumán y comparación con otras provincias</i>	
<i>8.1 Análisis de la Oferta de Crédito Tucumán en relación a la Nación</i>	
<i>8.1.1 Comparación de jurisdicciones por categoría del sujeto de crédito</i>	113
<i>8.1.2 Perspectivas de corto plazo</i>	114
<i>8.2 El Crédito en la Provincia de Tucumán</i>	115
<i>8.2.1 Breve descripción por actividad</i>	119
<i>8.2.2 Descripción por categoría del sujeto de crédito</i>	121
<i>8.3 Análisis de la Oferta de Crédito en relación a provincias seleccionadas: Salta y Capital Federal</i>	122
<i>8.3.1 Descripción por actividad productiva</i>	125
<i>8.3.2 Comparación de jurisdicciones por categoría del sujeto de crédito</i>	128
<i>Actividad 9: Análisis de la situación patrimonial de los principales bancos que operan en la provincia.</i>	130
<i>9.1 Introducción</i>	130
<i>9.2 Evolución de los pasivos</i>	131
<i>9.3 Evolución de activos</i>	135
<i>9.4 Análisis de fortalezas y debilidades.</i>	138
<i>9.4.1 Indicadores de capital</i>	138
<i>9.4.2 Indicadores del activo</i>	139
<i>9.4.3 Indicadores de eficiencia</i>	141
<i>9.4.4 Indicadores de rentabilidad</i>	142
<i>9.4.5 Análisis de la brecha estructural</i>	144
<i>9.4.6 Indicadores de liquidez</i>	144
<i>9.5 Conclusiones sobre las fortalezas y debilidades de los principales bancos que operan en la provincia</i>	145
<i>Actividad 10: Análisis de la demanda de créditos de las familias, créditos para consumo e hipotecarios</i>	146
<i>Actividad 11: Análisis de la demanda de créditos de las empresas, el financiamiento de las actividades productivas.</i>	152
<i>11.1 Coyuntura del contexto macroeconómico nacional</i>	152
<i>11.2 Financiamiento Nacional</i>	156
<i>11.3 Provincia de Tucumán</i>	161
<i>Actividad 12: Estudio de fuentes alternativas de financiamiento.</i>	166
<i>12.1 Fideicomisos</i>	167
<i>12.2 Warrant</i>	171
<i>12.3 Factoring</i>	174
<i>12.4 El Forfaiting</i>	175
<i>12.5 Leasing</i>	178
<i>12.6 Sociedades de Garantía Recíproca</i>	179
<i>Actividad 13: Conclusiones</i>	183



RESUMEN EJECUTIVO

El presente proyecto comenzó con la recopilación de la información existente de distintas fuentes, a los efectos de obtener los datos necesarios acerca de la economía y el sistema financiero desde los noventa hasta la actualidad, haciendo especial énfasis en la obtención de las últimas publicaciones disponibles. Para este punto resultó especialmente útil la base de datos del Banco Central de la República Argentina, quien lleva adelante el armado de series imprescindibles en el marco de la presente investigación.

Posteriormente, se procedió al análisis del contexto macroeconómico internacional, descendiendo luego a los niveles nacional y local (Tucuman). De esta manera se definió el marco en el cual se desempeña el sistema financiero actualmente, revisando el pasado reciente y esbozando potenciales escenarios futuros. Dentro de este ítem se realizaron proyecciones macroeconómicas para las principales variables, junto con proyecciones de depósitos, créditos y tasas del sistema financiero.

Seguidamente se efectuó el análisis de la forma de financiamiento del sector privado argentino, incluyendo el estado de situación patrimonial del sistema financiero a nivel agregado. Se definieron e investigaron las fortalezas y debilidades del sistema, utilizando los ratios más representativos como rentabilidad, solvencia y liquidez. Finalmente, en el análisis del sistema financiero, se discutió sobre las perspectivas de profundización financiera en base a la situación existente, realizando una serie de propuestas para el desarrollo del mismo.

A continuación se realizó el análisis de la oferta de crédito del sistema financiero en la Provincia de Tucumán, investigando los principales bancos locales. En primera instancia se analizó el peso relativo del sistema en la Provincia de Tucumán, comparándolo con los valores nacionales, de Salta y Capital Federal.

Una vez hecho esto, se efectuó el análisis de los principales bancos radicados en la provincia, evaluando la situación patrimonial de los mismos. Dentro del mismo se incluyó una comparación acerca de los escenarios posibles a tomar debido a los recientes movimientos observados en el mercado. Frente a la suspensión del Banco Empresario de Tucuman (por parte de la Superintendencia de Entidades Financieras), y la adquisición del mismo por parte del Banco Macro Bansud, se planteó un escenario acerca del impacto que tiene dicha fusión sobre los ratios analizados. Ahora bien, al momento de cierre del presente estudio el Banco Comafi, dueño del 75% del Banco del Tucumán, evaluaba la posibilidad de la venta del paquete al Banco Macro Bansud. Esta operación se daría en el marco de dos estrategias distintas seguidas por las entidades: en el caso del Comafi la venta se realizaría a los efectos de obtener fondos líquidos para posibles adquisiciones de otras entidades en Buenos Aires, mientras que el Banco Macro avanza sobre una estrategia de consolidación en el norte del país. De esta manera, el tercer

escenario presenta los valores agregados correspondientes a las tres entidades juntas (Macro Bansud, Empresario y del Tucumán).

El análisis de la demanda de crédito de los distintos agentes de la economía en Tucumán fue el paso siguiente en el estudio. Las familias, quienes demandan créditos para consumo e hipotecarios y las empresas, las cuales necesitan obtener crédito para el financiamiento del capital de trabajo e inversión, fueron examinadas respecto de su comportamiento pasado y presente en lo que a financiaciones del sistema financiero se refiere.

Como cierre del presente se evaluaron posibles fuentes alternativas de financiamiento, cuantificando algunos de los valores alcanzados por instrumentos utilizados en la actualidad (fideicomisos y warrants).

Finalmente, se redactaron las conclusiones.

ACTIVIDAD 1: RELEVAMIENTO DE ESTUDIOS ECONÓMICOS Y FINANCIEROS. RELEVAMIENTO DE ESTADÍSTICAS FINANCIERAS DISPONIBLES.

A continuación se presentan los estudios económicos relevados para la confección del informe, así como las fuentes estadísticas utilizadas.

- *Ministerio de Economía y Producción de la Nación, La economía Argentina durante el primer semestre de 2005.*
- *Informe de coyuntura. Grupo de investigación económica (GIE), Ministerio de Economía de la Provincia de Buenos Aires, Segundo trimestre de 2005.*
- *Análisis de cadena alimentaria de aceite esencial de limón, Dirección Nacional de Alimentación.*
- *Secretaría de Hacienda, Ministerio de Economía y Producción.*
- *Dirección de Estadística y Control de Gestión. Dirección Nacional de Cuentas Nacionales. Estadísticas de productos industriales, INDEC.*
- *Empleo y Desempleo, Evolución de las principales tasas de la EPH continua, INDEC, julio de 2005*
- *Condiciones de vida, Indicadores de pobreza e indigencia, INDEC, julio de 2005*
- *Panorama Económico de la Provincia de Tucumán, Dirección Nacional de Programación Económica Regional, Ministerio de Economía y Producción de la Nación, Versiones 2001, 2002, 2003, 2004 y 2005.*
- *Comunicado de Prensa sobre los resultados del Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM), Banco Central de la República Argentina, varias ediciones*
- *Informe de Inflación, Banco Central de la República Argentina, varias ediciones*
- *Boletín Estadístico, Banco Central de la República Argentina, Julio de 2005*
- *Revista Contexto, "El PBI de Tucumán es de 13 mil millones de pesos", Agosto de 2005*
- *Información estadística elaborada por la Dirección Provincial de Estadística de Tucumán (www.tucuman.gov.ar)*
- *Informe sobre los resultados del Indicador de Actividad (ICA-TUC), Centro de Investigaciones Económicas y Sociales del Norte (CIES-NORTE), UNSTA, Junio de 2005*
- *Global Financial Stability Report: Market Developments and Issues, International Money Fund, Septiembre 2004*

- *75th Annual Report, Bank for International Settlements, Anexo Estadístico, Junio 2005*
- *Capital Flows and Capital Market Crisis, Calvo Guillermo A, Journal of Applied Economics, Vol I, No. 1, 1988.*
- *La Inversión Extranjera Directa en América Latina y El Caribe, CEPAL, 2004.*
- *Financial Structure in Chile: Macroeconomic Developments and Microeconomic Effects, Francisco Gallego y Norman Loayaza, Preliminary Versión, 1999.*
- *Global Financial Market Developments, International Money Fund, Capítulos II, III, IV y Anexo Estadístico, 2005.*
- *International Capital Markets Developments, Prospects, and Key Policy Issues, International Money Fund, Septiembre 2001.*
- *La Globalización de los Mercados Financieros, Gonzalez Sara y Mascareñas Juan, Universidad Complutense de Madrid, 1999.*
- *The Limits of Financial Globalization, Stulz Rene M, American Finance Association, 2005.*
- *Banco Central de la República Argentina (www.bcra.gov.ar)*
- *Base de datos del IMF (www.imf.org).*
- *International Financial Statistics, IMF (www.imfstatistics.org)*
- *Bolsa de Comercio de Buenos Aires (www.bcba.sba.com.ar).*
- *Centro de Economía Aplicada de Universidad de CEMA (www.cema.edu.ar/cea/index.html)*
- *Instituto Argentino de Mercado de Capitales (www.merval.sba.com.ar).*
- *Instituto Nacional de Estadísticas y Censos (www.indec.gov.ar)*
- *Superintendencia de Seguros de la Nación (www.ssn.gov.ar).*
- *Superintendencia de Administradoras de Fondos y Jubilación y Pensión (www.safjp.gov.ar)*
- *Latinwatch, Servicio de Estudio Económicos, Segundo Trimestre 2005, Banco BBVA.*
- *Boletín de estabilidad financiera– BCRA.*
- *Informe sobre bancos– BCRA.*
- *Carta monetaria – Septiembre de 2005 – ABAPPRA*
- *Informe monetario mensual – Julio 2005 – BCRA.*
- *Estabilidad financiera, Indicadores microprudenciales – Septiembre 2005 – Centro de Estudios Monetarios Latinoamericano.*

- *Situación y perspectivas del sistema financiero argentino – Mayo 2005 – ABA.*
- *Emerging Stocks Markets -- Factbook 2000 -- Standard & Poor's*
- *Size and Structure of the Bond Market 2000 -- Merrill Lynch*
- *Stock Markets, A Spur To Economic Growth -- 1996 -- World Bank.*
- *Componente D: Las perspectivas de financiamiento de mediano y largo plazo – 2003 -- Jorge A. Todesca y Santiago Acosta Ormaechea.*
- *Desarrollo y transformación del mercado de capitales en la Argentina -- Boston Consulting Group -- Convención anual de ABA, Junio de 2001*
- *Reflexiones Sobre el Futuro del Sistema Financiero en Argentina -- UNLP y Secretaría de Finanzas – 2000.*
- *Las Posibilidades de Desarrollo del Mercado de Capitales y las PyMEs. – 2001 -- Lerner C.*
- *Bases Para el Fortalecimiento del Mercado de Capitales en Argentina – 2001 -- Marx D.*
- *Desarrollo y Transformación del Mercado de Capitales de la Argentina - - Riera Antonio -- Convención anual de ABA 2001.*
- *El Uso de Instrumentos Derivados en Empresas no Financieras: El caso de la Argentina – 2000 -- Centro de Investigación en Finanzas, Universidad Torcuato di Tella.*
- *Fortaleciendo la institucionalidad financiera en Latinoamérica – 2000 – Agosin, M.R , CEPAL.*
- *Globalización financiera, riesgo sistémico y control monetario en los países de la OCDE – 1995 -- Aglietta, M, Pensamiento iberoamericano, n° 27.*
- *Dos desafíos para el siglo XXI: disciplinar las finanzas y organizar la internacionalización – 2001 -- Boyer, R., Revista de la CEPAL n ° 69.*
- *La experiencia de la apertura financiera en Argentina, Brasil y México – 2000 -- Penido de Freitas, M.C. y Magalhães Prates D., Revista de la CEPAL n ° 70.*
- *El sistema bancario argentino en los noventa: De la profundización financiera a la crisis sistémica – 1997 -- Rozenwurcel, G. y Bleger, L., Desarrollo económico Revista de Ciencias Sociales vol 31.*
- *Standard and Poor's. informe de calificación, Septiembre de 2005.*
- *Editorial de Fundación Mediterránea, Agosto de 2005.*
- *Situación y perspectivas del sistema financiero argentino – Mayo 2005 – ABA.*
- *"La Caixa", caja de ahorro y pensiones de Barcelona (www.lacaixa.es)*

- *Asesoramiento Legal en Fideicomisos Financieros, Nicholson y Cano, 2004*
- *Subsecretaria de la Pequeña y Mediana empresa y Desarrollo Regional (www.sepyme.gov.ar)*
- *Puentenet Sociedad de Bolsa (www.puentenet.com)*
- *Fuente: Base de datos de la Secretaria de Agricultura, Ganadería, Pesca y Alimentos del Ministerio de Economía y Producción.*

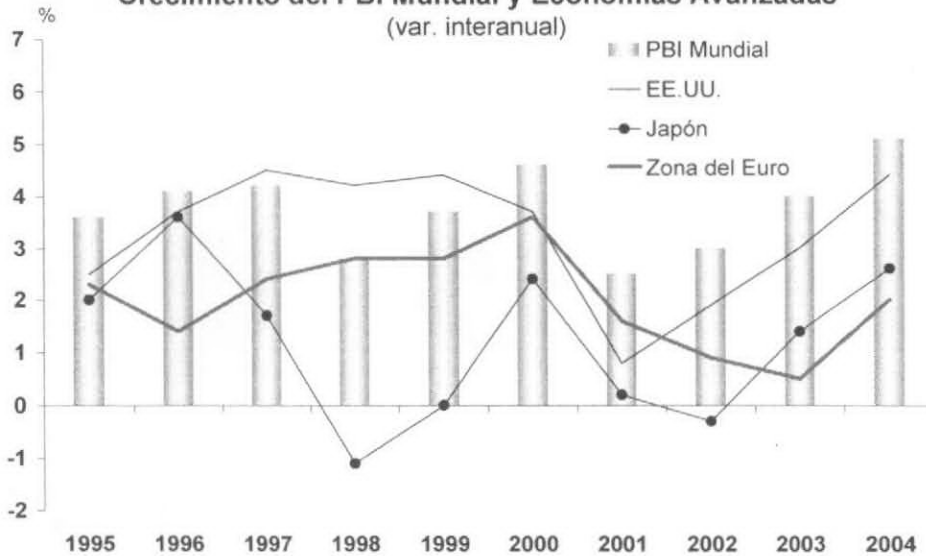
ACTIVIDAD 2: ANÁLISIS DEL CONTEXTO MACROECONÓMICO NACIONAL. ANÁLISIS DEL CONTEXTO MACROECONÓMICO EN TUCUMÁN.

2.1 Contexto internacional

Durante los últimos años, el contexto internacional se ha caracterizado por una importante aceleración en el crecimiento de la economía mundial. En el período 1990-1995 el PBI mundial había registrado una expansión promedio anual (en términos reales) del 2,8%, para luego crecer en promedio al 3,9% anual durante el lustro posterior. Asimismo, en los últimos años se produjo un claro incremento en el ritmo de crecimiento de la economía mundial alcanzando una tasa del 5,1% anual en 2004, la mayor cifra que registra el PBI mundial, al menos, en los últimos 20 años.

Gráfico II.1

Crecimiento del PBI Mundial y Economías Avanzadas
(var. interanual)



Fuente: Elaboración propia en base a datos del World Economic Outlook, FMI

Al igual que lo observado durante el período 1995-2000, el crecimiento mundial de los últimos años fue liderado por EE.UU., economía que presentó una aceleración en la tasa de expansión durante los últimos cuatro años alcanzando un crecimiento del 4,4% en 2004 (mayor tasa de los últimos 6 años). Por su parte, aunque también mostraron cierto repunte en los últimos años, el crecimiento en la Zona Euro y en Japón resultó bastante más moderado, 2,0% y 2,6% en el último año respectivamente.

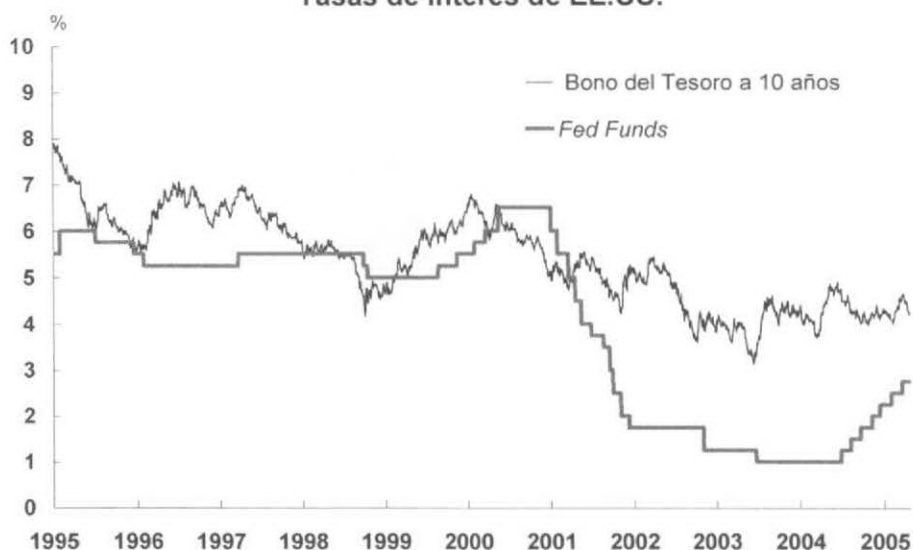
Tasas de interés de referencia mundiales

En cierta medida, el robusto crecimiento económico presentado por la economía mundial, y por EE.UU. en particular, fue consecuencia de las políticas monetarias acomodaticias adoptadas en los últimos años por los países centrales. Es decir, del mantenimiento de las tasas de interés de

referencia por debajo de los niveles considerados "neutrales" (que no estimulan pero tampoco frenan la actividad económica).

La tasa de interés de referencia mundial (tasa de interés sobre los Fondos de la Reserva Federal de EE.UU.) se ha ubicado en el período 2002-2004 en los menores niveles de los últimos 10 años. De hecho, en el contexto de una política monetaria expansiva para alentar el débil crecimiento de la economía norteamericana (y sin apreciarse peligros de inflación en ese entonces) el Comité de Mercado Abierto Federal (FOMC, según sus siglas en inglés) mantuvo la tasa de los Fed Funds en 1,0% anual entre junio de 2003 y junio de 2004, el menor nivel observado durante los últimos 42 años. Consecuentemente, las tasas de interés de más largo plazo también exhibieron cifras moderadas en términos históricos. El rendimiento de los bonos del Tesoro norteamericano a 10 años llegó a ubicarse por debajo del 4,0% anual.

Gráfico II.2
Tasas de Interés de EE.UU.



Fuente: Elaboración propia en base a datos de la Reserva Federal de EE.UU.

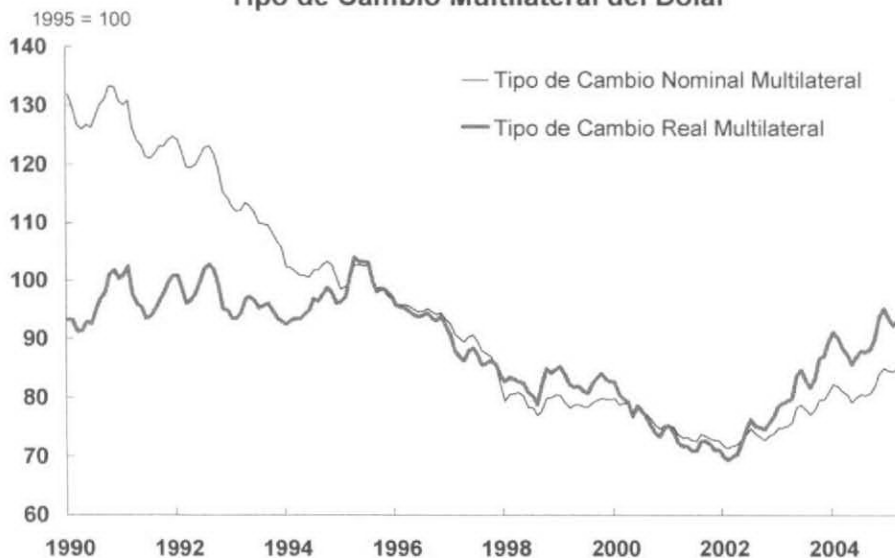
No obstante, a partir de mediados de 2004, y ante ciertas evidencias de recalentamiento de la economía norteamericana y de un punto de inflexión en la tendencia descendiente que venían exhibiendo los índices de inflación en EE.UU., la Reserva Federal de aquel país dió comienzo a un proceso gradual de ajuste al alza en la tasa de interés de corto plazo. Aún así, las tasas de largo plazo no mostraron aún un incremento significativo, siendo éste uno de los principales interrogantes, y a su vez riesgos, que se plantean hoy en día en la economía mundial (con especial relevancia para las economías emergentes). De hecho, en los primeros meses del año los mercados financieros han reflejado el temor acerca de que la Fed acelere el proceso de

suba de tasas (hasta el momento lo ha hecho en 25 puntos básicos en las últimas reuniones desde que inició el proceso de ajuste), plasmándose este hecho en un repentino incremento en las tasas de rendimiento de los bonos a 10 años que finalmente fue revertido ante la creencia por parte de los mercados de que el ajuste continuaría siendo gradual.

Cotización del dólar en el mundo

Por otro lado, las bajas tasas de interés en EE.UU. vigentes en los últimos años, conjuntamente con el creciente déficit en cuenta corriente que presentó la economía norteamericana en ese período (en 2004 alcanzó un nivel máximo histórico equivalente al 5,7% del PBI), condujeron a una depreciación del dólar frente a las principales monedas fuertes del mundo (en particular respecto al Euro). Tras un período de 7 años de persistente apreciación, acumulando un fortalecimiento de 45% en términos reales con relación a una canasta amplia de monedas (ponderadas de acuerdo a la participación relativa en el comercio exterior de EE.UU.), en el período 2002-2004 el dólar perdió 25% de su valor. Sólo a partir de comienzos de 2005 ha revertido este último comportamiento, aunque hasta el momento la cotización del dólar en el mundo se ha caracterizado más por su volatilidad que por una tendencia bien definida.

Gráfico II.3
Tipo de Cambio Multilateral del Dólar

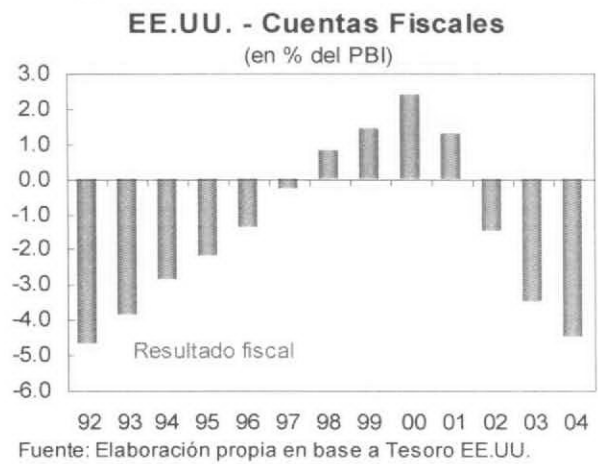
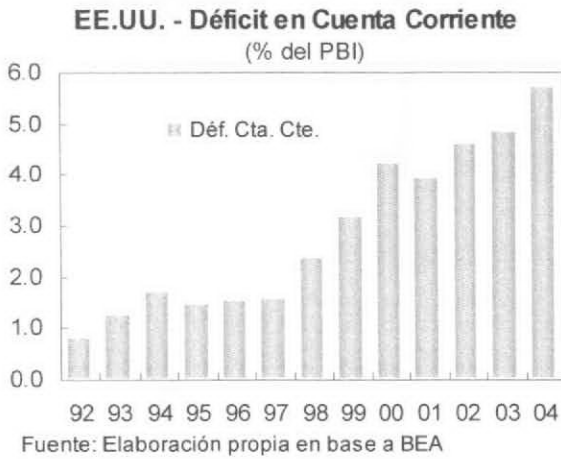


Fuente: Elaboración propia en base a datos de la Reserva Federal de EE.UU.

En adelante, entre los factores principales que guiarán la futura tendencia del dólar cobra relevancia la evolución de los desequilibrios macroeconómicos en Estados Unidos. En este sentido, existe consenso acerca de que el principal desafío que enfrenta la economía norteamericana de cara al futuro es la reducción de estos abultados y persistentes desequilibrios en el ámbito

externo y fiscal, denominados "déficits gemelos", que actualmente alcanzan sus niveles máximos históricos (el déficit en cuenta corriente, como hemos mencionado, alcanzó el 5,7% del PIB en 2004 en tanto que el déficit fiscal ascendió al 4,5% del PIB).

Gráficos II.4 y II.5

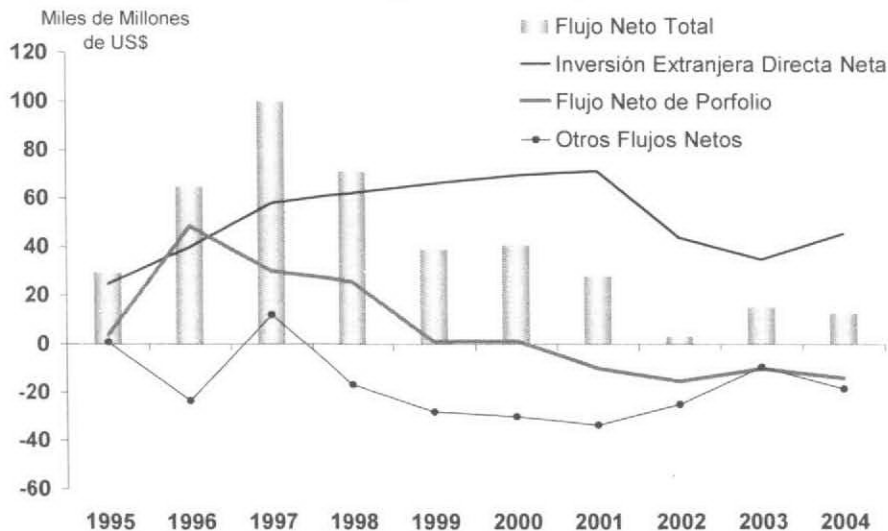


Flujo de capitales hacia Latinoamérica

Por otro lado, dado los bajos rendimientos que presentaron los activos financieros en las economías centrales y la apreciable mejora que presentaron las variables fundamentales de la mayoría de las economías emergentes, en los últimos años se observó una recomposición (parcial) de los flujos de capitales hacia estos mercados, luego de que los mismos se desplomaran como consecuencia de la sucesión de crisis financieras que golpearon a los mercados emergentes en los años anteriores, período que culminó con la crisis Argentina en 2002 y por la crisis de confianza en Brasil en mediados de aquel año con el advenimiento de las elecciones presidenciales.

Gráfico II.6

Latinoamérica: Flujo Neto de Capitales Privados



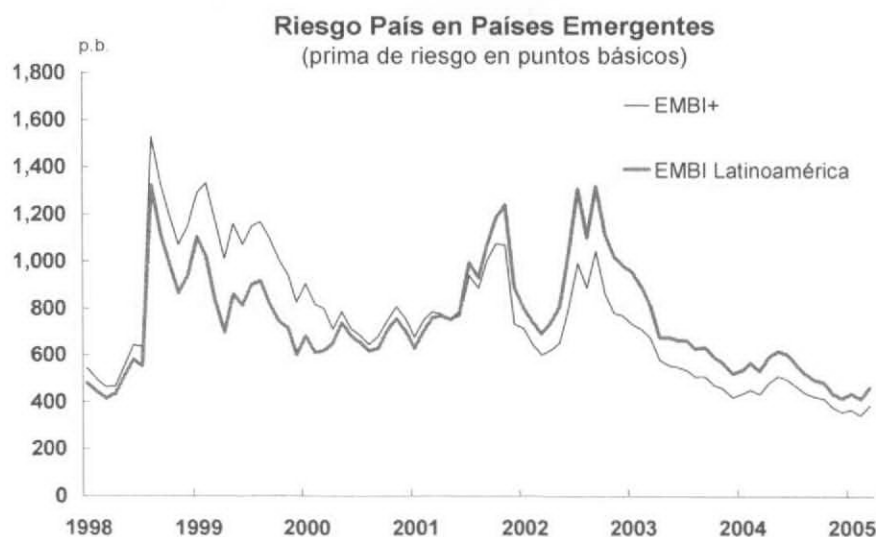
Fuente: Elaboración propia en base a datos del World Economic Outlook, FMI

Particularmente, los flujos netos de capitales privados hacia Latinoamérica se incrementaron a un promedio de US\$14.000 millones durante los últimos dos años, tras haber alcanzado un mínimo de US\$3.300 millones en 2002. Aún así, estas cifras distan del promedio anual de US\$57.200 millones observado durante el período 1995-2000, aunque debe recordarse que aquel período estuvo caracterizado por un proceso de privatizaciones en buena parte de los países de la región, de manera que buena parte de la Inversión Extranjera Directa se dio bajo la forma de “cambio de manos”, en lugar de inversión genuina destinada a ampliar el capital productivo.

Percepción de riesgo en mercados emergentes y Latinoamérica

Paralelamente, como consecuencia del incremento en los flujos de capitales hacia los países emergentes y el incremento de liquidez en los mercados financieros internacionales, la prima de riesgo exigida por los inversores internacionales en el rendimiento de los títulos de deuda pública de estos países se ubicó en niveles mínimos históricos. A su vez, dados los bajos niveles de tasas de interés en las economías desarrolladas, el costo total de endeudamiento de los países emergentes también se ubicó en cifras mínimas con relación a la historia reciente.

Gráfico II.7



Fuente: Elaboración propia en base a datos de J.P. Morgan

Hacia fines de 2004, y luego de mostrar durante los dos años y medio anteriores una tendencia claramente decreciente, el riesgo país en economías emergentes (medido por el Emerging Markets Bond Index +, elaborado por J.P. Morgan) se ubicó en casi 350 puntos básicos, el mínimo nivel desde que se confecciona el índice. Por su parte, el riesgo país específicamente en Latinoamérica (EMBI Latam) también exhibió cifras mínimas, ubicándose en torno a los 400 puntos básicos. Con relación al promedio observado durante el

período 1998-2001, las cifras de riesgo país que exhiben actualmente los mercados emergentes en conjunto (así también como el sub-conjunto Latinoamérica) representan una merma del orden de los 400 puntos básicos. Asimismo, dado los episodios de crisis ocurridos en el lapso mencionado anteriormente, los mercados de deuda emergente mostraban una mayor volatilidad en comparación con la actualidad.

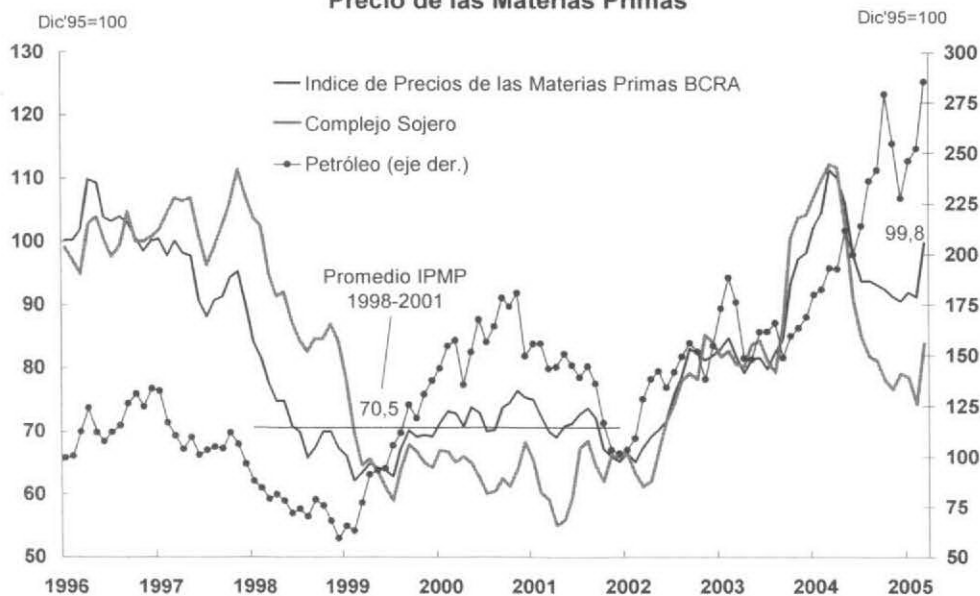
Precio de materias primas

Otro de los factores que benefició a los países de la región en los últimos años, y a Argentina en particular, fue el marcado aumento que registraron los precios de las materias primas (*commodities*) en el período 2002-2004 producto, entre otras cosas, de las bajas tasas de interés en las economías centrales, la depreciación real del dólar contra otras monedas fuertes y el vigoroso crecimiento económico de los países demandantes de estos productos (en particular China).

No obstante, tras haber alcanzado niveles máximos en abril de 2004 (comparable al pico anterior observado en mediados de 1996), los precios de las materias primas relevantes para la Argentina experimentaron un fuerte retroceso durante el segundo semestre del año pasado, aunque volvieron a recuperar parte de esa pérdida en los primeros meses de 2005. A fin del primer trimestre, los precios medios de los commodities exportados por Argentina (ponderados de acuerdo a su participación dentro de las exportaciones) se ubicaban un 41,5% por encima del promedio de 1998-2001, período que se había caracterizado por los bajos precios de los commodities.

Gráfico II.8

Precio de las Materias Primas



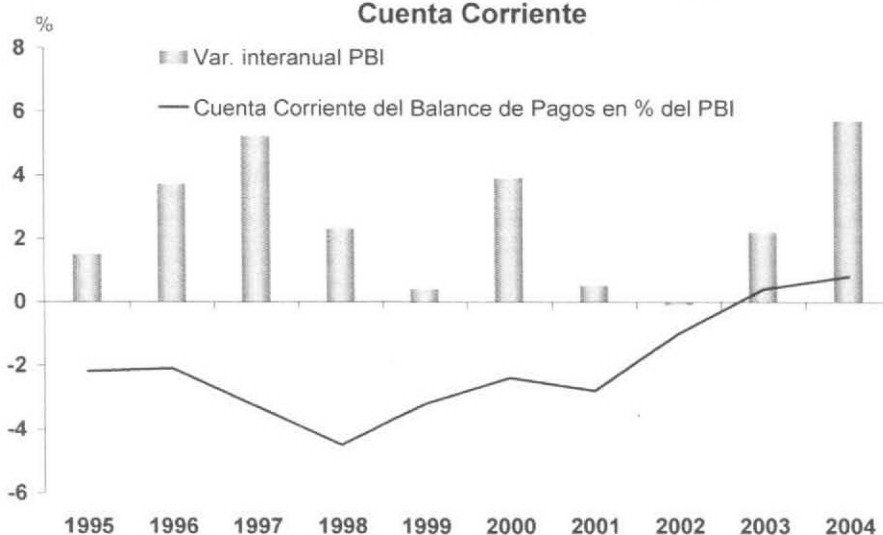
Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA y Secretaría de Agricultura, Ganadería, Pesca y Alimentos, Ministerio de Economía

De todos modos, no todos los commodities presentaron un comportamiento similar en sus precios en el último año. Mientras que la baja del precio medio de las materias primas exportadas por Argentina tuvo su origen en la caída de los productos agrarios (en particular, aquellos del complejo sojero), el precio del petróleo mantuvo una tendencia claramente alcista, superando en términos nominales de manera reiterada los precios máximos históricos, aunque con una marcada volatilidad. Entre los factores que explican este comportamiento se destacan la restricción de la oferta consecuencia de la falta de inversión (en los principales países productores, claro está), la debilidad que manifiesta el dólar en el mundo y la reducción de inventarios, en un contexto en que la demanda de combustible se incrementó por encima de lo previsto a causa de condiciones climáticas adversas prevalecientes en el hemisferio norte.

Crecimiento en la región

Sin duda, el contexto internacional que prevaleció durante los últimos dos años pavimentó el camino para que la región pudiera recuperar un buen crecimiento. En efecto, luego de dos años en los cuales el PIB de Latinoamérica en conjunto se mantuvo prácticamente estancado, en el período 2003-2004 la región mostró un marcado repunte. En 2004, el PIB de Latinoamérica alcanzó una variación anual del 5,7%, la mayor tasa de expansión que se observó desde 1980. No obstante, para ponerlo en términos relativos, debe recordarse que varios de los países de la región vienen de un período de recesión y/o caída en sus niveles de actividad económica.

Gráfico II.9
Latinoamérica: Crecimiento del PIB y
Cuenta Corriente



Fuente: Elaboración propia en base a datos del World Economic Outlook, FMI

Por otra parte, obedeciendo al hecho de que varias de las economías experimentaron en los años previos una contracción en la demanda interna (y consecuentemente en sus importaciones), lo que ha caracterizado a este nuevo ciclo de expansión es que se ha dado acompañado de una mejora en la cuenta corriente. En 2004, el saldo en cuenta corriente del balance de pagos para Latinoamérica en su conjunto ascendió a US\$15.900 millones o 0,8% del PIB de la región, distanciándose del déficit promedio de US\$56.000 millones o 2,9% del PIB observado en el período 1995-2001, el cual contribuía a la vulnerabilidad a estas economías.

Perspectivas

Existe consenso acerca de que el particular contexto internacional que benefició a las economías emergentes durante los últimos dos años difícilmente se repita en los años venideros. De hecho, el cambio de sesgo en la política monetaria de EE.UU., bajo la cual se inició un proceso de alza en las tasas de interés (y que se espera que continúe), ya ha comenzado a reflejarse en los mercados emergentes. Un mayor rendimiento en las economías desarrolladas incidirá negativamente en los flujos de capitales hacia los países emergentes y Latinoamérica particularmente, afectando negativamente los spreads de rendimiento y el costo de endeudamiento externo de la región. Asimismo, también para el mundo en su conjunto se prevé un menor crecimiento luego de la excepcional tasa de expansión observada en 2004 (entre otros factores, incidiría el cambio en la política monetaria de los países centrales y el elevado precio que se espera mantenga el petróleo en el mediano plazo).

Cuadro II.1
Contexto Internacional: Principales Variables Económicas

	2003	2004	2005 (p)	2006 (p)
Crecimiento del PBI (variación % anual)				
Mundo	4.0	5.1	4.3	4.4
EE.UU.	3.0	4.4	3.6	3.6
Zona del Euro	0.5	2.0	1.6	2.3
Japón	1.4	2.6	0.8	1.9
Latinoamérica	2.2	5.7	4.1	3.7
Saldo de Cuenta Corriente (en % del PBI)				
Latinoamérica	0.4	0.8	0.2	-0.5
Tasas de Interés (en % anual fin de período)				
Fed Funds	1.00	2.25	4.00	5.00
Precio del Petróleo (US\$ por barril)				
West Texas Intermediate	31.2	41.2	44.3	38.5

Fuente: Elaboración propia en base a World Economic Outlook, FMI y BBVA