

Septiembre del 2004
KP&M Estudios Económicos**SÍNTESIS ECONÓMICA N° 83****Director****Lic. Alejandro Marcó del Pont****Contenido**

| | |
|-----------------------------------|-----------|
| QUO VADIS AMÉRICA LATINA | 2 |
| EL SEGUNDO FRENTE | 6 |
| UNA OPCIÓN DE SALIDA | 9 |
| BRASIL | 10 |
| COYUNTURA DE SEPTIEMBRE | 12 |
| <i>NIVEL DE ACTIVIDAD</i> | 12 |
| <i>INDUSTRIA</i> | 13 |
| <i>POLÍTICA FISCAL</i> | 13 |
| <i>SECTOR EXTERNO</i> | 15 |
| CHINA | 17 |
| EL CRECIMIENTO SIN FIN | 17 |
| <i>INDUSTRIA</i> | 17 |
| <i>PRECIOS</i> | 18 |
| <i>SECTOR EXTERNO</i> | 19 |
| INDICADORES SEPTIEMBRE | 20 |
| <i>BOLSA DE VALORES DEL MUNDO</i> | 20 |
| <i>RIESGO PAÍS</i> | 20 |

Quo Vadis América Latina

En 1999 se generó uno de los tantos intentos de repensar los países a causa del avance de la globalización, lo que forjó múltiples discusiones. Una de ellas fue la del primer ministro Mahatir Mohamad de Malasia, y el primer ministro Gok Chok Tong de Singapur durante la cumbre de la cooperación económica Asia Pacífico (APEC) en Auckland, Nueva Zelanda.

Las economías asiáticas experimentaban una incipiente recuperación después de la crisis de 1997 y se debatían medidas preventivas en el campo financiero en caso de futuras crisis. En este contexto, la mesa estaba puesta para que el ministro de Malasia reiterara su línea dura con respecto a la apertura comercial y la libertad de movimiento de los flujos de capital, que él consideraba eran los causantes de la crisis asiática. Singapur, por otro lado, no podía tener una posición más opuesta: no solamente es impulsor de una mayor apertura, sino incansable en la búsqueda de negociaciones con este fin, con una economía sin aranceles ni protección para sector alguno.

Malasia, a pesar de haberse beneficiado largamente con la globalización, defendía no solo posponer la apertura comercial y limitar los flujos de inversión de portafolio, sino que promovía sectores nacionales considerados estratégicos. Un ejemplo claro es el del sector automotriz, al cual se benefició con subsidios y protección para favorecer el coche nacional ya que, a su entender, no se podía competir en el contexto internacional con otros países que tenían mejores cualidades, tamaño, recursos y posición geográfica. "No podemos competir en los cien metros planos en las olimpiadas, ya que nuestra población no tiene ni la estatura, ni el tamaño de piernas, ni la complexión física para tener oportunidad alguna frente a los monstruos del atletismo".

Pero aun para un país librecambista como Singapur, la visión no es tan opuesta. Su primer ministro, siguiendo la analogía olímpica, señaló que ellos no se inscriben en los cien metros planos, sino en vela. Para este deporte no se requiere ser grande, pesado, ni rápido en la pista: se requiere más bien conocer de la navegación, las corrientes y las condiciones meteorológicas. De hecho, ellos no solamente tienen la posibilidad de ganar olímpicamente en esta especialidad, sino que producen veleros, investigan nuevos diseños y ganan mercados con su venta.

Desde la caída del muro del Berlín y la finalización de la bipolaridad, el mundo ha enfrentado este tipo de debates, sobre todo tratando de compensar las fuerzas desatadas por la globalización y, en especial, tratando de imaginar caminos alternativos a la degradación y presunta desaparición del Estado - Nación que la globalización no ha dado.

La década de los noventa trajo una serie de ingredientes especiales, como la solución ideada por el norte a los problemas de la deuda externa. Después de la "década perdida" y la crisis de la deuda externa de los 80, el Plan Brady permitió una reestructuración de la deuda sobre la base de su estatificación y la creación de un mercado de bonos tanto públicos como privados, que permitió abrir un nuevo ciclo de endeudamiento (Toussaint 1998), que en el 2000 alcanzó los U\$S 750.855 millones. Pero ello no fue suficiente y exigió dos medidas adicionales, además de los planes de ajuste: las privatizaciones del sector público y, finalmente, la dolarización de una parte sustancial, cuando no de toda la economía interna.

En Argentina, el acervo de inversiones se multiplicó por 4,5 en dos fases entre 1992 y el 2000. La primera fase a través de las privatizaciones y la segunda por la compra de grandes empresas privadas argentinas. Así en 1992, el 36% de la IED se dirigió a la manufactura, el 19% al petróleo y el 14% a los servicios públicos. En el 2000, el porcentaje era 29% para la industria manufacturera, el 24% para el petróleo, el 12% para las telecomunicaciones, el 12% para los servicios públicos y el 10% al sector bancario. Las inversiones de la UE supusieron el 53,4% -el 25,6% para España- del total frente a un 23,2% de EE UU ¹

Por otra parte, el acervo de inversiones español creció de 1.809 millones de dólares en 1995 a 18.726 millones en el 2000. Las empresas españolas participaron en las privatizaciones de Aerolíneas Argentinas; Telefónica (U\$S 1.338 millones); Edenor, Edesur y Dock Sur en el sector eléctrico; los bancos Francés (U\$S 509 millones), Río de la Plata (U\$S 1.631 millones), Tornquist, Galicia y Buenos Aires, a cargo del HSBC y el BBVA. En el 2000, Repsol compró la petrolera YPF por U\$S 15.168 millones²

En Brasil, el acervo de las inversiones se cuadruplicó entre 1990 y 1999, siendo el principal receptor en América Latina. A fines de 1995, el 55% correspondía a inversiones manufactureras para el mercado interno y el 43% a los servicios. En el 2000, estas cifras han pasado al 29% y al 70% respectivamente y al sector manufacturero, sobre todo automovilístico. La política de privatizaciones hizo que las telecomunicaciones fueran extranjerizadas con la venta de Telbrás por U\$S 17.525 millones³, sin contar U\$S 5000 millones Vale do Rio Doce, o la privatización de la energía de San Pablo a AES, etc.

El proceso de privatizaciones y de compra de empresas privadas por transnacionales produjo una extranjerización en el aparato productivo de América Latina. Las consecuencias fueron múltiples. Por un lado, cambió la estructura del poder económico de muchos países de la región. Desaparecieron tanto la hegemonía estatal como la de algunas industrias tradicionales nacionales de gran tamaño. En algunos casos -como el de Argentina- se abrió paso una nueva clase empresaria liderada por el sector bancario y por filiales de empresas transnacionales. En otros, como el Brasil, permaneció la hegemonía industrial y una fuerte influencia estatal, sin perjuicio de nuevas influencias financieras y transnacionales.

Esta nueva configuración económica tiene su correlato político, ya que los nuevos grupos aspiran al control del Estado, logro que en algunos casos ya han concretado. Se mezclan allí los aparatos políticos tradicionales con los grupos empresariales, por la vía del financiamiento de la actividad política y de negocios compartidos. Además, junto con la hegemonía de las empresas transnacionales, se acentúa la influencia de los países de los que provienen esas inversiones.

De hecho, el estado comenzó a jugar un rol de gestor ante la nueva escenografía planteada por la globalización y sus nuevos participantes.

¹ E.Calcagno 2001, CEPAL 2001

² Kulfas, Porta y Ramos 2002, CEPAL 2002

³ La venta de Telebrás fue la mayor de Brasil, implicó a Embratel (U\$S 2.650 m, Teleps (U\$S 5.783m), Brasil Telecom. (U\$S 2.070m), Telemar (U\$S 3.434m) y Teleps Celular (U\$S 3.588m)

Exportadoras por país y por sector 2003 U\$S millones

| PAIS | RAN KING | EMPRESA | SECTOR | EXPO 2003 |
|----------------------------|----------|----------------------|---------------|-----------------|
| Argentina | 12 | REPSOL YPF | hidrocarburos | 2,428.0 |
| | 13 | TENARIS | Acero | 2,162.2 |
| | 14 | CARGILL | Agroindustria | 2,109.4 |
| | 41 | CIDERCA | Acero | 1,016.2 |
| | 43 | ACEITERA GRAL DEHEZA | Agroindustria | 974.7 |
| TOTAL EXPORTACIONES | | | | 8,690.5 |
| Brasil | 6 | PETROBRAS | hidrocarburos | 4,393.0 |
| | 11 | BUNGE BRASIL | holding | 2,456.7 |
| | 15 | VALE DO RIO DOCE | minería | 2,033.0 |
| | 16 | EMBRAER | aero espacial | 2,007.0 |
| | 18 | BUNGE ALIMENTOS | alimentos | 1,939.0 |
| TOTAL EXPORTACIONES | | | | 12,828.7 |
| Venezuela | 1 | PDVSA | hidrocarburos | 40,500 |
| | 91 | CEMEX | cemento | 414 |
| TOTAL EXPORTACIONES | | | | 40,914 |

Fuente: KP&M en base a AE

Las primeras empresas Latinoamericanas por país AÑO 2003 U\$S millones

| ARGENTINA | VENTAS | BRASIL | VENTAS | VENEZUELA | VENTAS |
|---------------------|---------------|----------------------------|---------------|---------------------|---------------|
| Repsol YPF | 7.152 | Petrobras | 33.138 | Pdevesa | 46.000 |
| Techint | 5.200 | Petrobras distribuidora | 8.494 | Cantv | 1.994 |
| Tenaris | 3.179 | Vale do Río Doce | 6.729 | Empresa polar | 1.781 |
| Movicom | 2.993 | Electrobras | 6.705 | Pequiven | 1.262 |
| Petrobras | 1.856 | Telefónica | 6.160 | Sidor | 946 |
| Siderca | 1.492 | Odobrech | 5.998 | T. FACTURADO | 51.984 |
| Carrefour | 1.318 | Bunge Brasil | 5.910 | | |
| T. FACTURADO | 23.193 | Cias Bras.de Pet. Ipiranga | 5.889 | | |
| | | Ipiranga petroquímica | 4.955 | | |
| | | Telemar | 4.845 | | |
| | | T. FACTURADO | 88.826 | | |

Fuente: KP&M en base a AE

Como queda expresado en los cuadros, los tres países de América del Sur a los que estamos eludiendo quedaron a merced de los grupos locales o de empresas extranjeras en cada uno de los sectores mas importantes o estratégicos de su economías. De hecho, sólo las 7 empresas presentadas para la Argentina representan el 17.9% del PBI para el año 2003 y casi el 30% de sus exportaciones. Para el caso de Brasil y Venezuela, representan el 18.47% del PBI para la economía carioca y el 17.55% de sus exportaciones. Números mas elevados presenta Venezuela , pero con PDVSA dentro.

Los mayores bancos de Argentina, Brasil y Venezuela año 2003 U\$S millones

| ARGENTINA | ACTIVOS | BRASIL | ACTIVOS | VENEZUELA | ACTIVOS |
|----------------------|---------------|---------------------|----------------|---------------------|---------------|
| Banco Nación | 11.358 | Banco do Brasil | 71.669 | Mercantil | 2.927 |
| Banco Pcia. De Bs As | 8.689 | Bradesco | 53.810 | Provincial BBVA | 2.745 |
| Banco Galicia | 7.389 | Caixa E. Federal | 46.788 | Santander | 2.502 |
| Banco Santander | 5.031 | Itaú | 37.199 | Banesco | 2.030 |
| Banco Frances | 4.759 | Unibanco | 23.020 | Occident. De Desco | 1.131 |
| ACTIVO TOTAL | 37.227 | ACTIVO TOTAL | 232.487 | ACTIVO TOTAL | 11.337 |

Fuente: KP&M en base a AE

La formación de esta arquitectura se completa con la participación bancaria. Aunque en muchos países los bancos estatales siguen siendo los principales en captar depósitos, no ejercen el poder regional y movimientos de capitales que realizan los bancos extranjeros. De todas maneras, de los 5 bancos mas grandes de Argentina, los tres privados o extranjeros representan el 13.25% del PBI y el 22% para el caso de Brasil.

Mayores bancos extranjeros según activos año 2003

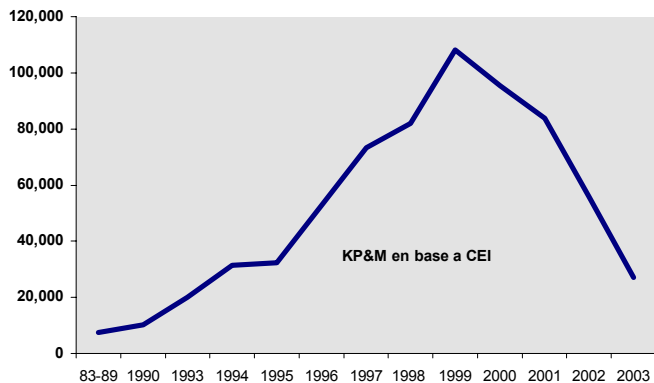
| Banco | Pías | Activo | Filiales |
|--------------------------|---------|--------|---|
| B. Sant. Central Hispano | España | 62.894 | Brasil, Chile, México, Argentina y Venezuela |
| BBVA | España | 60.019 | Chile, Argentina, Perú, Venezuela, Panamá y Uruguay |
| Citibank | EEUU | 49.463 | México, Brasil, Argentina, Chile, Colombia, Perú, Venezuela, Uruguay y Paraguay |
| ABN Amor Bank | Holanda | 16.174 | Brasil, Chile, Argentina, Colombia y Paraguay |
| FleteBoston | EEUU | 13.754 | Brasil, Argentina, Chile, Uruguay, México y Perú |

Fuente: KP&M en base a CEPAL

La idea de mostrar el grado de privatización y extranjerización de las economías , está basada en la capacidad que detentará el estado para aplicar políticas alternativas a los condicionantes impuestos por estos nuevos actores. O de jugar un rol de mediador de peso en la distribución de ingreso, las políticas de crecimiento y la integración regional.

Productos primarios, energía, servicios, se encuentran en manos de multinacionales o compañías privadas, así como últimamente existe una fuerte impronta en la compra del subsector del comercio minorista. La idea quedará completada con el grado de dependencia de estos países al capital externo y su participación en el concierto de naciones de América, y la lógica consecuencia de su irreal capacidad individual de sacar alguna ventaja en el concierto mundial de naciones o enfrentar los embates americanos del ALCA.

Es decir, a la estructura económica interna que enfrenta los estados, habría que agregarle los vaivenes de la economía mundial y la competencia existente entre países por el dominio de regiones para expandir su poder. Sumado a esto, deberá tenerse en cuenta que la mayoría de las estrategias seguidas por los países del primer mundo tienen una relación directa con las inversiones de sus empresas en estos países.

IED en América Latina y Caribe 1983-2003

El gráfico que se encuentra a la izquierda muestra una de las realidades a las que se enfrentan los países latinoamericanos: la volatilidad del sistema financiero. Con un movimiento de fondos de U\$S 2.200 billones por día, pueden desequilibrar cualquier economía. Quizás la anécdota más conocida sea la de septiembre de 1992, cuando Soros vendió 10.000 millones de libras esterlinas para frustrar los esfuerzos del primer ministro británico John Major por mantener el valor de la moneda. El magnate extrajo U\$S 1.000 millones del sistema financiero para sus fondos de inversión, por lo que la libra cayó 41 por ciento con respecto al yen y así se mantuvo durante 11 meses.

Los ataques especulativos contra las monedas asiáticas, las crisis de México, Brasil y Argentina en los últimos años dan otra pauta de los desmanes que pueden causar. En un mundo sin rumbo cierto y con la mayoría de sus recursos a merced de las grandes compañías, América Latina necesita generar una agenda, desde un lugar de no poder, por lo que el ingenio y solidaridad tendrán que ser sus aliados.

El segundo frente

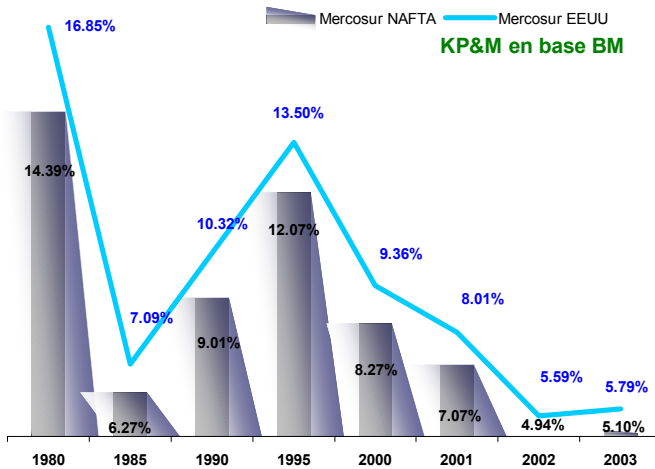
Sí bien los detalles que brindamos anteriormente son de una importancia fundamental, la composición y la ponderación de América del Sur en concierto de naciones de América es trascendente para demostrar la incapacidad de poder esgrimir una salida individual de cada una de las naciones.

Pero también debemos tener en cuenta que el sistema internacional, lejos de ser anárquico, presenta una creciente tendencia a la jerarquización que se retroalimenta a través de la presencia de Estados capaces de influenciar al resto de la comunidad internacional por medio de la imposición de pautas culturales, políticas y económicas.

La formación de una cultura global, por su parte, está apoyada por un grado de institucionalización internacional, que a pesar de ser aún incipiente, nunca antes había alcanzado un grado tal de desarrollo. La Organización Mundial del Comercio, la ONU, el Banco Mundial, el Fondo Monetario Internacional actúan como mecanismos de diseminación de la cultura global, avalando la cultura occidental como un modelo a seguir, a pesar de no gozar de consenso mundial.

Si observamos de cerca el siguiente cuadro comenzaremos a delinear el peso de América del Sur en el concierto internacional y americano, veremos como el MERCOSUR ha decaído en la participación del PBI del continente desde 1995 al 2003, lo que demuestra que se completa casi otra década perdida para estos países. La crisis de la deuda fue resuelta para los centros financieros de poder.

Participación del PBI del Mercosur en el PBI EEUU y NAFTA

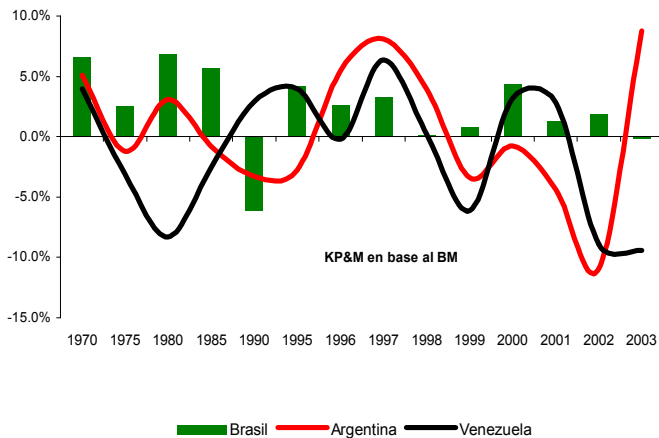


Como se ve, la realidad del crecimiento de los estados que deben ajustar su comportamiento económico a recetas que provienen de los foros de negociación internacional comprometen su bienestar y su desarrollo autónomo. Para los países menos desarrollados, las opciones con que cuentan no son demasiado alentadoras, vistas desde el primer mundo ya que deben elegir entre comprometer su inserción económica internacional a través de la aplicación de recetas económicas hoy llamadas populares, o bien subsumirse a las reglas del liberalismo económico imperante a escala global, el cual no

siempre beneficia a la mayoría de la población. Dado que el poder del Estado, no sólo se legitima a través de su control exclusivo del uso de la fuerza, fronteras adentro, sino que también lo hace a través de su capacidad para el mejoramiento de las condiciones de vida de los habitantes de una nación, podemos observar como para el caso de los países menos desarrollados la relación entre política interna y política externa, se ha tornado más intensa y conflictiva

América Latina ha sido guiada a través de los años recientes a un quiebre social que ha llevado a la aparición de un proceso de fragmentación. Los valores y normas de esta cultura global, sólo son compartidos por las elites dominantes y sectores nacionales que, dado su bienestar económico, se sienten insertos a escala global. Un esquema donde prima el frente exportador, el superávit fiscal y la acumulación de reservas para garantizar los compromisos externos ha puesto, aun más, en tela de juicio la deslegitimación del estado.

Variación PBI real 1970 - 2003



La evolución del PBI de estas tres economías tiene un componente común, como se ve en el cuadro de la evolución del producto de 1970 al 2003. Esta coincidencia tiene que ver con las oscilaciones del PBI, marcando fuertes caídas con exagerados rebotes. Pero con aditamentos suplementarios. El

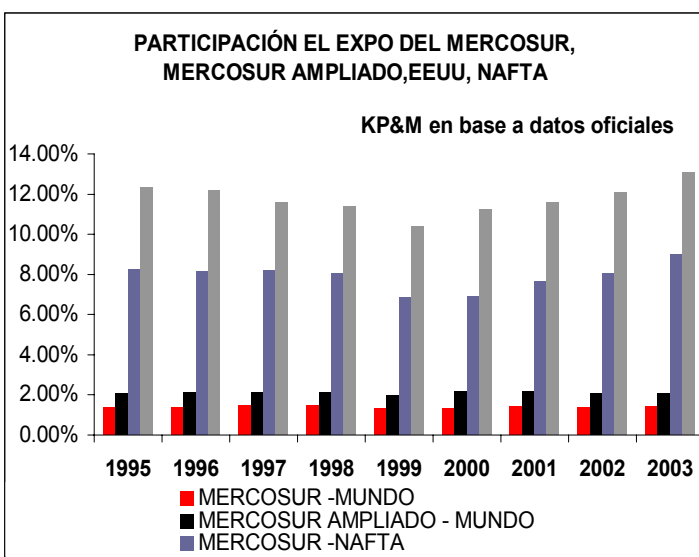
primero es que a partir de los años noventa, se reduce el margen de tiempo entre cada crisis, siendo mas pronunciadas sus caídas y menores su recuperaciones. Por lo que

cada crisis, deteriora mas y más los principales indicadores, afianza la concentración del ingreso, destruye el mercado laboral, acción que no logra recomponerse cuando la tendencia del producto se invierte. Por lo que cada caída del producto, funciona como un cimiento inamovible para la próxima crisis, y deslegitima aun más los ya de por si corroidos procesos democráticos.

Las dos variables más vistas hasta ahora, dan cuenta que cada uno de los países del MERCOSUR no podrá actuar sólo, y ganará un poco de peso, en caso de incluir a Venezuela y Chile en una integración defensiva que permita obtener algunos beneficios ante la magnitud de sus competidores.

Los países del MERCOSUR o del MERCOSUR ampliado, como le hemos llamado a la adición de Venezuela a las estadísticas del mercado del sur, toman relevancia en

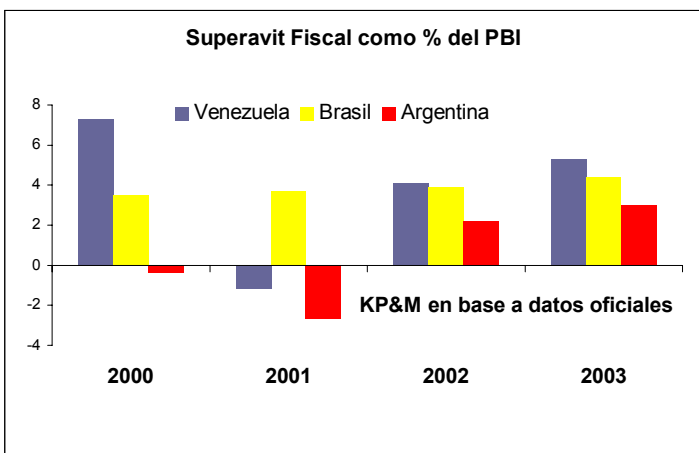
algunos productos, energía, alimentos etc, contra el avasallador dominio de EEUU y NAFTA.



La participación del MERCOSUR, tanto en el mundo como en la propia América, es marginal, pero mejora de manera ostensible si se lo amplía con los integrantes ya descritos, con los cuales pasaría al más del 2% de las exportaciones mundiales, pero del 9% al 13% con respecto al NAFTA.

Esta visión del comercio mundial, así como la participación del producto, dan

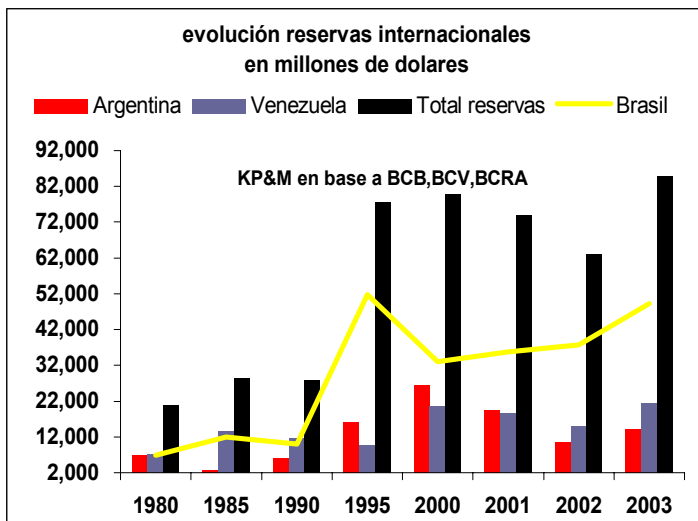
una clara señal de la imposibilidad de una salida individual de los problemas.



Pero debe tenerse en cuenta que aun y con los contratiempos sufridos por estos países y su exigua participación en el concierto mundial, han acumulado desde el 2000 al 2003 superávit fiscales por más de U\$S 90.000 millones, han inmovilizado reservas por U\$S 301.378 millones en el mismo periodo y multiplicado su deuda, aun y cuando desde 1993 a 2001 la deuda externa bruta desembolsada sobrepasa los

U\$S 400.000 millones.

Siguiendo un juego sin sentido, estos países han acatado los designios internacionales, con el fin de conseguir un ingreso de capitales que, ni siquiera en la época dorada, ayudó al despegue de la región.



Una opción de salida

Queda por demás claro que la integración como bloque geopolítico de, al menos, estos tres países, es la salida inminente. Estos tres países aglutinan 250 millones de habitantes, son autosuficientes en alimentos, energía y manufacturas, con un potencial económico, humano, social y cultural aun no desarrollado.

Al igual que la discusión de los países asiáticos de la primera parte del informe, estos tres

países deberían ser el motor que traccione a nuevos socios de una América más grande.

Salida a ambos océanos, una plataforma pesquera aun no explotada, minas, petróleo e industria demuestran su capacidad. Este mercado amplio debe ser reanimado, la pobreza debe tomarse como un punto inicial de la política de unión.

Una producción petrolera de estos tres países que llega casi al 7% de la producción mundial y al 23% de los países del medio oriente, y una posición inmejorable para negociar con organismos internacionales, cuando dos de estos tres socios, acumulan casi el 50% de las acreencias al FMI, no pueden ser dejadas de lado.

La creación de un Fondo Común de Reservas como lo propuso el presidente del Banco Central de Venezuela⁴ y teniendo como antecedente la creación de un Fondo Asiático tratando de enfrentar desequilibrios inesperados en balanza de pagos, sin las restricciones ni las condicionalidades del FMI.

Profundizar y llevar a cabo el programa de obras de infraestructura que será ejecutado por el ente interestatal (IIRSA Iniciativa para la Integración para Infraestructura Regional Sudamericana) que ha establecido doce ejes de integración de los cuales cinco son relevantes⁵.

Parece ser entonces, que aun con un collage de opciones de políticas, el proceso de regionalización es una forma de hacer frente a la creciente interdependencia económica y a las desventajas que ella implica en términos de soberanía del Estado – nación. Esta opción, que ha devenido por fuerza de la historia, lejos de significar la desaparición del Estado – nación, implica una oportunidad para defender la

⁴ www.bcv.org.ve

⁵ El motor de la Unión sudamericana; Alfredo y Eric Calcagno; Le monde diplomatique N° 63 pagina 8

supervivencia de las instituciones nacionales capaces de entrar en crisis como consecuencia de no dar opciones de desarrollo a sus integrantes.

Si bien los beneficios que puede acarrear dicha unión son potencialmente altos, y quizás una de las últimas salidas para el sur de América, la tarea no será sencilla. Los desafíos que provienen de un mundo cada vez más interdependiente y globalizado, donde las esferas de lo público y privado, lo interno y externo son más permeables y difusas necesitan de decisiones ingeniosas y no coyunturales y cortoplacistas.

Cada uno de los líderes de estos tres países han fijado, en mayor o en menor medida, políticas idénticas a quienes los precedieron, sin modificar el modelo, y sin ejercer las últimas chances que el estado les brinda para torcer el rumbo. El problema es que el mundo aun no ha definido su rumbo, y cuando esto suceda, los ordenadores ordenaran a quienes no se alineen, por que esta chance de irrumpir en el escenario internacional tendrá necesariamente múltiples consecuencias.

Lo que sí queda claro es que si América latina no encuentra su rumbo ahora, será muy difícil que lo logre en el futuro, por lo que quedan en manos de los hacedores de política dos posibilidades: lograr un resurgimiento o ser un satélite de un satélite en un futuro cercano.

Brasil

Tres noticias resultaron extremadamente raras para la economía de Brasil en las últimas semanas. Por orden de aparición fueron: en septiembre el COPOM elevó la tasa de interés SELIC de 16.% al 16.25% anual. La segunda noticia fue brindada por el Ministerio de Economía a fines del mismo mes, aumentando el superávit primario del 4.25% pactado con el FMI para este año al 4.50% del PBI. Por último, y ya dentro del corriente mes, la encuesta brindada por A.T. Kearney,⁶ gurú de las decisiones de inversión, mostró una caída estrepitosa del interés de inversores externos por Brasil, colocándolo del puesto 9 al 17.

Interés de los inversores por país

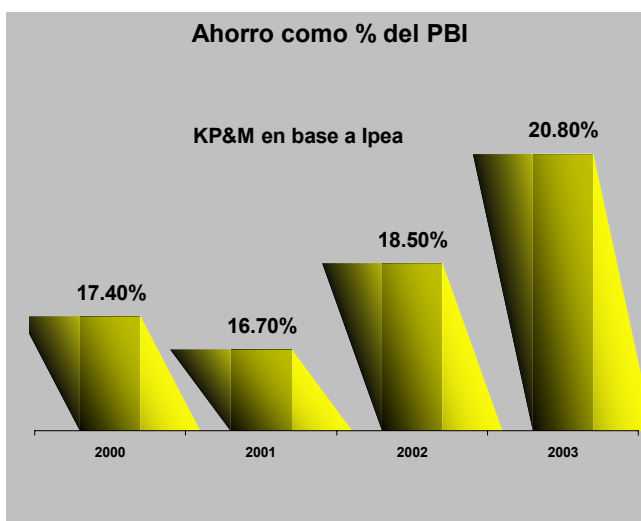
| Países | Clasificación 2003 | Clasificación 2004 |
|-------------|--------------------|--------------------|
| China | 1 | 1 |
| EEUU | 2 | 2 |
| India | 6 | 3 |
| Reino Unido | 7 | 4 |
| Alemania | 5 | 5 |
| Rusia | 8 | 11 |
| Polonia | 4 | 12 |
| Brasil | 9 | 17 |
| México | 3 | 22 |

Fuente: KP&M en base A.T. Kearney

⁶ www.atkearney.com

Analicemos cada una de las medidas para intentar entender porque una de las economías más grandes del mundo, que enfrenta una etapa de crecimiento sostenido, según esbozan sus autoridades, aumenta su tasa de interés, incrementa su superávit primario y queda fuera de los objetivos de inversión de los capitales externos.

En los últimos cinco años, el stock de capital de la economía creció a una tasa del 2% anual. Para mantener un crecimiento del 5% del PBI la existencia de capital debería de crecer a una tasa del 5.6% anual y la inversión tendría que situarse en los 25 puntos del PBI. Esta simulación coloca una fuerte presión sobre el ahorro interno, ya que el ahorro externo cayó del 5% del PBI a fines de los noventa al 1.5% del PBI para el 2004. Es decir, Brasil pasó de ser importador de ahorro a ser exportador del mismo.



El ahorro doméstico se incremento en 5 puntos porcentuales desde la crisis de 1999 a 2003, compensando la caída del ingreso de capitales. Pero fue el sector publico quien, con su ajuste fiscal, reestableció el equilibrio externo-interno, ya que el ahorro privado cayo más de 2 puntos del PBI en el mismo periodo. A pesar del intento realizado por el estado, los aumentos de las tasas de interés durante el 2003 anularon los esfuerzos y la FBCF cayó aun y cuando existía una apreciable mejoría en las perspectivas de negocios.

Dado los niveles de ahorro público para el 2004, es difícil que se pueda alcanzar el nivel de inversión requerida para mantener el incremento del PBI sin un esfuerzo adicional por parte del estado. El nivel necesario pueden ser alcanzado si se restringe el pago de interés, se incrementa el superávit fiscal o una combinación de ambos que permita aumentar la proporción de la inversión en el gasto publico. Quedaría una opción más y es la de contar con ahorro externo, pensando que el déficit en cuenta corriente, tiene que ser financiado por inversión directa, por deuda, o por caída de las reservas.

Según los últimos datos de la balanza de pagos y de la cuenta corriente, Brasil tendrá un superávit en esta última del orden de los U\$S 5.000 millones. Hasta mediados de año los gastos en remesas de lucro y beneficios girados al exterior han aumentado un 5% con respecto al 2003 y hasta agosto del corriente año el movimiento de capitales era deficitario en U\$S 3.200 millones. A pesar de la férrea disciplina fiscal y los indicadores macroeconómicos, el país no puede crear un ambiente adecuado para el regreso de los capitales extranjeros. Es decir que la inversión extranjera directa para este año deberá rondar los U\$S 10.000 millones, con lo cual Brasil no estará pudiendo renovar los empréstitos o el financiamiento que vence este año.

Por lo que las medidas implementadas por el banco central al subir la tasa de interés, son de corte netamente defensivo. La necesidad de financiamiento externo obliga a

subir la tasa de interés, de manera tal de atraer capitales y poder, en el mediano plazo, obtener déficit en la cuenta corriente que permita financiar la inversión interna y que sea cubierta por este ingreso de capitales. Si la medida es convincente y atrae capitales, se podrá producir un desequilibrio en el tipo de cambio. Pero en el caso que fracase y no atraiga capitales, un déficit en cuenta corriente del 2% del PBI, sin ingreso de capitales obligaría a aumentar las exportaciones o disminuir las importaciones durante doce meses por el porcentaje del déficit.

Las autoridades de Brasil no piensan en este déficit en cuenta corriente que nosotros hemos simulado, de hecho como ya dijimos, la cuenta corriente tendrá un superávit importante este año. Con lo cual, el aumento de la tasa de interés sigue dirigido a la atracción de capitales, pero también a la retracción de la demanda. Con un aditamento extra: cada punto de aumento de la tasa de interés implica un incremento R\$ 4.000 millones en la deuda por que el aumento en superávit operativo se encuentra dentro del mismo enfoque de compensación.

Es decir, los aumentos de la tasa de interés tienden a disminuir la demanda y atraer capitales, así como aumentar la deuda, mientras que el aumento del superávit fiscal intenta demostrar tanto la disciplina fiscal como la responsabilidad con la que el país hace frente a sus compromisos, sin perder de vista la imaginaria confiabilidad que demuestra ante cualquier inversor externo.

Por ultimo, la pérdida de atractivo de la economía de Brasil al descender ocho puestos y dejar de pertenecer a los primeros 10 países en los que los inversores internacionales piensan, como lo publicara A.T.Kearney, forma parte de la explicación inicial, pero ahonda un poco más. Brasil es un país de alto riesgo y poco predecible en cuanto a sus regulaciones. Pero quizás lo que más llama la atención de los motivos expuestos por una gran cantidad de empresarios de todo el mundo para la muestra, es que la desigualdad en la distribución del ingreso limita la potencialidad de la inversión externa

Coyuntura de Septiembre

Nivel de Actividad

El PBI creció un 5.7% en el segundo trimestre, acumulando una expansión del 4.2% en el primer semestre del año, comparado con igual periodo del año anterior. A lo largo de este semestre, por el lado de la demanda, la actividad económica fue sustentada por el vigor de las exportaciones y por un pequeño repunte de la inversión. Del lado de la producción, el sector industrial, principalmente la industria de la transformación, y el sector agropecuario, fueron los que comandaron el proceso.

Es decir que el PBI medido a precios de mercado fue de R\$ 429.100 millones en el segundo trimestre y de R\$ 387.700 millones en el primer trimestre, acumulando R\$ 816.800 millones en el primer semestre del año.

Entre los componentes de la demanda el consumo de las familias totalizó R\$ 232.400 millones (representando el 54.15%), el consumo del gobierno R\$ 75.500 millones (17.59%) y la formación bruta de capital fijo R\$ 80.000 millones (18.64%) en el segundo trimestre del año. Mientras que la balanza de bienes y servicios quedó

superavitaria en R\$ 23.500 millones, dado los R\$ 81.500 millones de exportaciones y de R\$ 51.100 millones de importaciones y la variación de stock R\$ 17.800 millones

Demanda Agregada en millones de R\$ a valores corrientes

| | IT 2003 | IIT 2003 | IT 2004 | IIT 2004 |
|----------------------|---------|----------|---------|----------|
| C. de las familias | 207.686 | 210.600 | 221.599 | 232.395 |
| C. del gobierno | 57.712 | 69.533 | 64.705 | 75.495 |
| FBCF | 65.332 | 64.321 | 74.758 | 79.986 |
| Expo bienes y serv | 61.741 | 60.876 | 65.220 | 81.526 |
| Impo. Bienes y servi | 51.861 | 46.755 | 49.768 | 58.066 |
| Variación stoc | 8.138 | 16.182 | 11.210 | 17.780 |

Fuente: KP&M en base a IBGE

Industria

La producción industrial creció un 1.1% en agosto en relación al mes anterior en la serie desestacionalizada, siendo la sexta tasa positiva, acumulando un 7.8% de crecimiento de Enero-Agosto. Comparando los indicadores con respecto al mismo periodo del año anterior, los índices también son positivos, 13.1% frente agosto del 2003, acumulando la décima tasa positiva 8.8% contra igual periodo del 2003.

El incremento de 1.1% de Julio a agosto no solamente mantiene una secuencia de seis tasas positivas, sino que muestra un aumento en 12 de las 23 actividades que tiene la serie ajustada de manera estacional.

Resultaron particularmente significativas el refinamiento de petróleo y la producción de alcohol (1.1%), otros productos químicos (1.8%), material electrónico y otros equipamientos de comunicación (4.8%) y maquinas y equipamiento (2.2%). Las ramas que sufrieron una mayor contracción fueron: productos de metal (-3.6%), textil (-2.7%), tabaco (-3.9%).

Indicad. de la producción industrial por categoría de uso Agosto 2004 en %

| Categoría de uso | Mes/mes* | mensual | acumulado |
|-----------------------------|----------|---------|-----------|
| B. de capital | 2.3 | 32.3 | 26.6 |
| B. Intermedios | 0.3 | 11.1 | 7.4 |
| B. de consumo | 0.3 | 11.5 | 7.2 |
| Durables | 2.2 | 36.2 | 26.0 |
| Semi-dur. Y no durables | -0.3 | 6.3 | 3.1 |
| Industria en general | 1.1 | 13.1 | 8.8 |

* Desestacionalizado

Fuente: KP&M en base a IBGE

Política Fiscal

Los ingresos tributarios aumentaron en términos reales de enero a agosto del corriente año en 10.81% con respecto al mismo periodo del año anterior. El rubro mas importante ha sido a lo largo del año el incremento de los ingresos de la SS, que

permitieron en parte financiar las mayores erogaciones del Instituto Nacional de la Seguridad Social.

Por otra parte, el superávit primario acumulado de enero agosto alcanzó los R\$ 63.700 millones, R\$ 6.800 millones por encima de las metas acordada con el FMI para el periodo.

Considerando los flujos acumulados en últimos 12 meses, el superávit primario totalizó R\$ 80.608 millones, equivalente al 4.95% del PBI, R\$ 9.108 millones por encima de los R\$ 71.500 millones (4.25% PBI) pactado con el organismo financiero internacional.

Recaudación tributaria Enero -Agosto 2004

a precios de agosto 2004-IPCA en millones de R\$

| Detalle | 2004 | 2003 | Variación % |
|--------------------------------|----------------|----------------|--------------|
| Importaciones | 6.001 | 5.843 | 2.70 |
| IPI total | 14.977 | 13.615 | 10.0 |
| Imp. Sobre la renta | 68.436 | 65.673 | 4.21 |
| Imp. S/operaciones financieras | 3.455 | 3.151 | 9.66 |
| ITR - Rural | 81 | 66 | -19.00 |
| CPMS - Cont. Mov. Finan | 17.164 | 16.492 | 4.08 |
| COFINS- Cont. SS | 50.818 | 41.023 | 23.88 |
| PIS/PASEP | 12.944 | 12.187 | 6.21 |
| CSLL- Cont. Social. Luc. Liq. | 13.420 | 11.694 | 14.76 |
| CIDE- Combustibles | 5.219 | 5.209 | 0.20 |
| FUNDAF | 191 | 216 | -11.94 |
| Otros ingresos | 2.012 | 1.787 | 12.59 |
| TOTAL RECAUDACIÓN | 212.652 | 191.900 | 10.81 |

Fuente: Receita Federal

El resultado acumulado de Enero - Agosto del superávit primario alcanzo los R\$ 63.730 millones (U\$S 22.000 millones), R\$ 6.800 millones por encima de lo acordado con el FMI. Como muestra el cuadro, el mayor esfuerzo del superávit fiscal esta concentrado en el gobierno central.

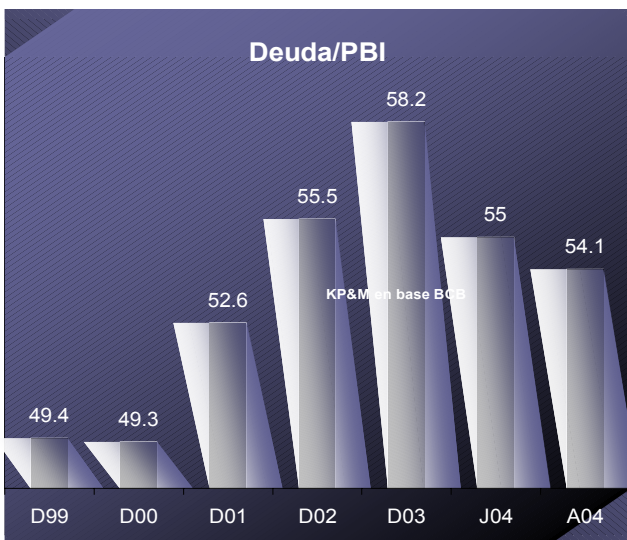
Resultado primario y metas 2004

| | Enero | | Metas anuales | |
|--------------------|---------------|-------------|---------------|-------------|
| | Agosto | | | |
| | \$R millones | % PBI | \$R millones | % PBI |
| Gobierno Central | 43.400 | 3.97 | 45.300 | 2.70 |
| Empresas estatales | 7.200 | 0.65 | 11.900 | 0.7 |
| Gobiernos Pciales | 13.210 | 1.21 | 18.500 | 1.1 |
| Total | 63.730 | 5.82 | 75.700 | 4.50 |

Fuente: KP&M en base EI

Los flujos acumulados para 12 meses marca un superávit primario de R\$ 80.608 millones (U\$S 28.000 millones) equivalente al 4.95% del PBI.

La deuda de Brasil sigue consumiendo gran parte de los fondos recaudados por el gobierno, aun y cuando su peso en el PBI se ha mantenido en los últimos tiempos, producto de los incrementos del superávit fiscal.



Brasil pagó en concepto de intereses 8.52% del PBI en el 2002, 9.59% (2003) y 7.87% (Sep03-Agos04) lo que lo obligó a casi duplicar su superávit entre 2002- 2004.

Sector externo

La balanza comercial de Brasil sigue siendo positiva y las exportaciones continúan siendo el motor del crecimiento económico.

En Septiembre las exportaciones totalizaron U\$S 8.923 millones, valor histórico para ese mes, y por cuarto mes consecutivo las exportaciones rondaron los U\$S 9.000 millones.

En el acumulado del año las exportaciones también batieron récord histórico alcanzando los U\$S 70.728 millones. Para tener una idea, los primeros nueve meses de exportaciones del 2004 son mayores que totalidad exportada en 2002.

Balanza Comercial Septiembre 2004 En millones dólares FOB

| Periodo | Exportaciones | Importaciones | Saldo |
|------------------|---------------|---------------|---------------|
| Enero | 5.799 | 4.217 | 1.582 |
| Febrero | 5.722 | 3.750 | 1.972 |
| Marzo | 7.927 | 5.333 | 2.594 |
| Abril | 6.590 | 4.631 | 1.959 |
| Mayo | 7.941 | 4.824 | 3.117 |
| Junio | 9.328 | 5.519 | 3.809 |
| Julio | 8.992 | 5.509 | 3.483 |
| Agosto | 9.056 | 5.623 | 3.433 |
| Septiembre | 8.923 | 5.751 | 3.172 |
| Acumulado | 70.728 | 45.157 | 25.121 |

Fuente: KP&M en base secex

En el mes se destacan las exportaciones de productos manufacturados por U\$S 4.824 millones, superando al récord de julio del 2004 que había alcanzado los U\$S 4.784 millones. Pero también en las demás categorías, productos básicos U\$S 2.654, semimanufacturados U\$S 1.285 millones fueron record de ventas en septiembre.

Sí bien las cantidades embarcadas son mayores hubo un importante aumento en el precio de las exportaciones con respecto a septiembre del 2003 dentro de los que se destacan: laminados planos (74.1%), petróleo (46.9%), carnes (37.5%), soja en

grano (31.1%), café en grano (22.5%), aluminio en bruto (18.6%), mijo (13.2%) y algodón (14.0%)

En cuanto a las regiones económicas las exportaciones aumentaron en todos los bloques con respecto a septiembre del 2003: ALADI (47.5%), MERCOSUR (41.4%), Asia (38.5%), EEUU (34.2%), África (23.7%), Medio Oriente (23.1%), UE (15.0%). Dentro de las regiones los principales países de exportación fueron: EEUU U\$S 1.992 millones, Argentina U\$S 663 millones y China con U\$S 514 millones.

En cuanto al acumulado de los nueve meses, las regiones que tuvieron un mayor aumento fueron: MERCOSUR (66.1%), Medio Oriente (50.7%), ALADI (49.4%), Africa (46.0%), UE (31.0%), Asia (26.9%), Europa oriental (22.1%) y EEUU (15.3%). Mientras que los principales destinos en los nueve meses fueron: EEUU U\$S 14.659 millones, Argentina U\$S 5.354 millones y China U\$S 4.384 millones.

Exportaciones e importaciones principales bloque septiembre 2004

en U\$S mill y %

| Bloques | Exportaciones | participación | importaciones | participación |
|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| UE | 17.416 | 24.8% | 11.757 | 25.6% |
| EEUU | 14.659 | 20.9% | 8.488 | 18.8% |
| ALADI | 14.113 | 20.1% | 7.182 | 15.9% |
| MERCOSUR | 6.460 | 9.2% | 4.589 | 10.2% |
| OTROS ALADI | 7.653 | 10.9% | 2.593 | 5.7% |
| ASIA | 11.122 | 15.8% | 8.786 | 19.5% |
| China | 4.384 | 6.2% | 2.599 | 5.8% |
| ÁFRICA | 3.036 | 4.3% | 4.444 | 9.8% |
| MEDIO ORIENTE | 2.887 | 4.1% | 1.462 | 3.2% |
| E. ORIENTAL | 1.787 | 2.5% | 930 | 2.1% |
| OTROS | 5.258 | 7.5% | 2.290 | 5.1% |

Fuente: KP&M en base a cesex

Exportaciones acumuladas enero – septiembre por valor agregado

en millones U\$S y %

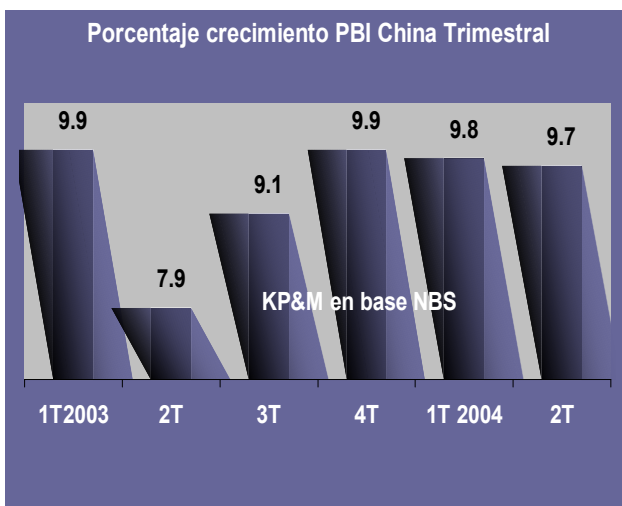
| | septiembre | participación |
|-----------------------|------------|---------------|
| P.Básico | 22.060 | 31.4% |
| Soja en grano | 4.942 | 7.0% |
| Hierro | 3.488 | 5.0% |
| Manufacturados | 9.797 | 13.9% |
| Sem.hierro | 1.536 | 2.2% |
| Celulosa | 1.310 | 1.9% |
| Manufacturados | 37.291 | 53.1% |
| Autos | 2.449 | 3.5% |
| Aviones | 2.423 | 3.4% |

Fuente: KP&M en base cesex

China

El crecimiento sin fin

A pesar de las políticas contractivas utilizadas por autoridades del gobierno Chino, y más allá de la poca fiabilidad de los datos aportados NBS, el PBI del coloso asiático no parece detenerse.



Aun y cuando el gobierno persiste en detener las acciones especulativas, sobre todo en la propiedad inmobiliaria y las subas en productos industriales básicos como acero, aluminio y cemento o la inversión sobre sectores por demás de dinámicos, parece no lograrlo.

La inversión extranjera directa sigue aumentando, al igual que las exportaciones y el superávit comercial. Como broche de oro de esta tendencia el PBI para el primer semestre del año arrojó un crecimiento del 9.7%

Industria

Para el mes de Agosto la mayoría de los productos industriales mantuvieron un crecimiento con respecto al mismo mes del año anterior, destacándose por su importancia las empresas del estado y en las que este participa en forma accionaria

Industria crecimiento interanual y mensual

en %

| Industria | Junio04 /Junio03 | Julio04/ Julio03 | Agos04/ Agos03 | Junio04 Mayo04 | Julio04 Junio04 | Agosto04 Julio04 |
|------------------------------------|------------------|------------------|----------------|----------------|-----------------|------------------|
| TOTAL | 16.2 | 15.5 | 15.9 | 6.92 | -4.32 | 3.09 |
| I. Liviana | 15.3 | 14.4 | 15.6 | 6.23 | -3.69 | 3.40 |
| I. Pesada | 17.4 | 17.2 | 16.3 | 8.35 | -5.60 | 2.44 |
| Empresas del estado | 14.0 | 12.7 | 12.8 | 4.04 | -0.43 | 2.41 |
| Empresas colectivas | 8.9 | 7.2 | 9.7 | 13.14 | -11.61 | 3.39 |
| Holding y Corporac | 11.4 | 11.8 | 13.3 | 10.98 | -8.97 | 3.61 |
| P.Acciones | 16.9 | 15.3 | 15.7 | 7.49 | -5.63 | 3.35 |
| Extranj. Hong Kong, Macao y Taiwan | 19.7 | 18.1 | 18.2 | 5.62 | -4.09 | 2.97 |

Fuente: KP&M en base a NBS

Quienes recuperaron mas terreno fueron los productos de mayor necesidad para China, sobre todo, acero, gas natural, petróleo y carbón. La energía eléctrica, uno de los temas preocupantes, generó 2.2 millones de Kh por encima de Julio y un 12.1% respecto al mismo mes del año anterior.

Los productos de alta tecnología guardaron la misma velocidad de crecimiento que los caracterizó durante todo el año. Los circuitos integrados y semiconductores, microordenadores, impresoras y facsímiles crecieron un 32.3% y 63.% más que el año anterior.

Precios

Uno de los datos preocupantes del accionar de la economía asiática han sido los precios. El IPC se elevó en Agosto al 5.3% respecto del mismo mes del año anterior y un 6.1% en zonas rurales. Este incremento de precios demuestra la poca eficacia de la política gubernamental en cuanto al enfriamiento de la economía, ya que es el mayor incremento de precios en los últimos siete años.

Las autoridades del BCC han pronosticado que la inflación llegará al 6% en Septiembre para luego perder peso en la última parte del año, aunque existe una advertencia en cuanto a la tendencia inflacionaria de la economía, ya que el Banco Central predijo aumento de tasas de no cumplirse las metas proyectadas.

Una de las razones claves para los analistas de la inflación, es si cuando los productos alimentarios traccionan de manera tan fuerte el índice de precios, tendrán su correlato en aumentos salariales, con lo cual se crearía un espiral clásica de precio y salario que obligaría al BC a elevar la tasas de interés para detener la escala.

Uno de los problemas que se presenta en cuanto a esta tendencia, es que las proporciones de empleados en empresas públicas han ido disminuyendo a lo largo del tiempo. Lo que en otros periodos, como 1991-1994 cuando los alimentos crecían a la misma tasa que la actual, los empleados exigían a las autoridades el incremento de los salarios para compensar la pérdida. Hoy, una gran mayoría de los empleados se encuentran en empresas privadas, con un magro poder de negociación, lo que pone en tela de juicio cualquier recuperación del poder de compra.

Ventas al por menor 1T 2004

| | |
|----------------|--------------|
| Total | 12.8% |
| Rural | 9.5% |
| Urbana | 14.7% |
| 3T 2003 | 9.7% |
| 4T | 11.4% |
| 1T 2004 | 10.7% |
| 2T | 18.9% |

Fuente: KP&M en base CEQ

Dos temas más giran alrededor de la suba de precios. Por un lado los beneficios de las empresas han sido buenos, pero dado el aumento de las materias primas estas no quieren perder su tasa de ganancia, por lo cual los salarios siguen siendo una de las variables de ajuste.

Pero también el ingreso de las granjas ha permitido a los habitantes rurales ser mas exigentes con los salarios, en caso de abandonar el campo o trabajar en una empresa de la zona. Esta opción deja otro interrogante abierto. Una de las empresas de

Guangdong se ha quejado de la dificultad creciente para conservar trabajadores bajo la presión para levantar salarios. En Agosto, tuvo que elevar su salario mínimo por un tercio, a Rmb700 por mes. Por otro lado empresas como Galanz Shunde el productor mas grande de microondas de China traslado su empresa a Wuhu en la provincia Anhui con el fin de conseguir salarios mas bajos. La migración interna de las empresas podría beneficiar algunas zonas o empobrecer otras, dependiendo de las medidas tomadas por el estado.

Sector Externo

Según las últimas estadísticas de comercio exterior del mes de Agosto, China sumó U\$S 722.230 millones en comercio en los primeros ocho meses del año, con un incremento interanual del 38.2%.

Del total expuesto, las exportaciones alcanzaron U\$S 360.590 millones un 35.8% superior al mismo periodo del año anterior, mientras que las importaciones en el mismo periodo totalizaron U\$S 361.540 millones, un 40.8% superior a los primeros ocho meses del año anterior. Para el mes de agosto, el país asiático alcanzó su mayor superávit comercial U\$S 4.490 millones.

La UE sigue siendo el socio más grande de China en el comercio con U\$S 111.650 millones de enero a agosto, un 36.6% más que mismo periodo del año anterior. En el segundo lugar del comercio se encuentra EEUU con un acumulado hasta agosto de U\$S 107.040 millones (36.3% mas que año anterior) y Japón, el tercer socio más grande con U\$S 106.610 millones 27.7% de aumento. Los restantes socios principales, Canadá, Australia y Corea del Sur, aumentaron su comercio con respecto al año anterior en 58.8%, 49.2% y 48.8% respectivamente.

Las maquinaria y los productos electrónicos son lo de mayor dinamismo en las exportaciones acumulando a agosto U\$S 194.940 millones creciendo a una tasa acumulada del 45.3% un 7.1% más alto que la velocidad de crecimiento del comercio, representando el 54.1% del total de las exportaciones.

Por el lado de las importaciones las materias primas aumentaron un 62.9% destacándose entre ellos: aceites comestibles, petróleo y hierro. No fue así el caso de la soja, que retrocedió un 15.1% debido a los ajustes realizados por la administración y a la fuerte disputa por la baja del precio de los contratos, sobre todo a Argentina y Brasil.

China puede sufrir mayores aumentos del valor de sus importaciones debido al aumento del consumo del petróleo (20% del incremento de la demanda mundial), y ubicándose en el segundo mayor consumidor de petróleo detrás de EEUU. Sólo en los primeros siete meses del año importó 70 millones de toneladas de crudo, un 40% más que el mismo periodo del año anterior.

Según el observatorio de Coyuntura Económica Internacional⁷ el costo de las importaciones podría encarecerse en más U\$S 8.000 millones. Ante esta situación el gobierno chino está adoptando diversas medidas para protegerse de los efectos negativos del precio del crudo:

⁷ Informe Coyuntura Septiembre China M^a Luisa Martí & Rosa Puertas. www.iei.ocei.com

1. Construcción de depósitos para el almacenaje de sus reservas estratégicas.
2. Medidas encaminadas al ahorro de energía.
3. Aumentar la tasa de utilización de la energía hidroeléctrica y nuclear.
4. Impulsar la producción nacional de petróleo y gas.
5. Promover la investigación y el aprovechamiento de recursos energéticos alternativos al petróleo

Indicadores septiembre

Bolsa de valores del mundo

| Detalle | % mes | Detalle | % año |
|--------------------|--------------|----------------|--------------|
| Brasil (Bovespa) | 3.89% | Gana | 100.94% |
| Rusia (Moscou) | 3.28% | Ucrania | 91.58% |
| EUA (Nasdaq 100) | 2.85% | Venezuela | 36.87% |
| Alemania | 2.62% | Sri Lanka | 35.70% |
| Tailandia | 2.57% | Líbano | 34.75% |
| Francia | 2.46% | Australia | 33.58% |
| EUA (N. composite) | 2.39% | Perú | 33.28% |
| Holanda | 2.14% | Noruega | 32.50% |
| Israel | 2.09% | Chile | 32.46% |
| España | 2.06% | R. Checa | 32.32% |

Fuente: KP&M en base a Globalinvest

Riesgo País

| Detalle | mes | Detalle | % año |
|----------------|------------|----------------|--------------|
| Argentina | 5.174 | Ucrania | 31.01% |
| Ecuador | 772 | Rusia | 13.62% |
| Nigeria | 635 | Malasia | 8.54% |
| Venezuela | 482 | Filipinas | 8.19% |
| Brasil | 461 | Turquía | 3.88% |
| Filipinas | 449 | Panamá | 3.88% |
| Colombia | 407 | Marruecos | 3.75% |
| Panamá | 348 | Perú | 2.88% |
| Ucrania | 338 | Brasil | -0.43% |
| Turquia | 321 | Ecuador | -3.33% |

Fuente: KP&M en base a Globalinvest