

BBVA



adelante.

# Latinwatch

Servicio de Estudios Económicos

Segundo semestre 2007



Economía global con mayores incertidumbres

El crecimiento no cesa en América Latina

Las "commodities" no ceden

Biocombustibles: ¿una oportunidad para América Latina?

Brasil, gran receptor de capitales

¿Quién será el próximo "investment grade"?

# Indice

Fecha de cierre: 22 de octubre de 2007

|  |           |
|--|-----------|
| <b>Editorial</b>   | <b>2</b>  |
| <b>I. Entorno económico y financiero</b>   | <b>3</b>  |
| Escenario internacional  | 3         |
| Situación y perspectivas para América Latina   | 5         |
| <b>II. Materias Primas</b>   | <b>8</b>  |
| Panorama general   | 8         |
| Recuadro: "Biocombustibles: ¿una oportunidad para América Latina?"                                 | 10        |
| <b>III. Observatorio económico</b>   | <b>13</b> |
| Brasil: la recepción de capitales continúa   | 13        |
| Remesas: ¿una defensa contra las interrupciones súbitas de financiación externa?                   | 15        |
| Evaluación del impacto de las remesas sobre la inflación y respuestas de política económica        | 19        |
| Diagnóstico sobre tratados de libre comercio en América Latina                                     | 22        |
| Inflación y política monetaria   | 25        |
| Tipos de cambio y flujos de capital  | 27        |
| Recuadro: "La IED en América Latina; retos para el futuro en una situación de moderado optimismo". | 29        |
| Recuadro: "Objetivo: grado de inversión".  | 32        |
| <b>IV. Estadísticas y proyecciones</b>   | <b>35</b> |
| Contexto internacional   | 35        |
| Previsiones por países   | 36        |

## Han elaborado esta publicación:

Giovanni Di Placido

giovanni\_diplacido@provincial.com

Tatiana Alonso

tatiana.alonso@grupobbva.com

Beatriz Asensio

beatriz.asensio@grupobbva.com

Antonio Marín

antonio.marin.campos@grupobbva.com

David Martínez

José Ramón Perea

jramon.perea@grupobbva.com

Elvira Prades

elvira.prades@grupobbva.com

## Editorial

América Latina crecerá en 2007 5,1%, siendo el quinto año consecutivo con un alza superior al 4%. Este dinamismo ha permitido una recuperación del PIB real per cápita acumulado del 18%, a razón de 3,4% en promedio en los últimos cinco años, que contrasta con el período 1980-2002 donde el crecimiento medio real por habitante fue nulo. La tasa de desocupación ha disminuido desde un 11% de la fuerza de trabajo en 2003 a 8.5% en 2007. Como consecuencia, en este período, han mejorado las condiciones de vida de un gran número de latinoamericanos y se estima que 20 millones han salido de la pobreza.

Si bien la Región ha estado en medio de un fuerte boom de materias primas, duplicando en promedio sus precios, este ha ocurrido luego de la culminación de un conjunto de reformas que han incidido en una mayor estabilidad macroeconómica. Los resultados son una disminución de los costes de financiación y un fuerte incremento de la inversión extranjera directa que conjuntamente con las mejoras de los términos de intercambio ha generado una notable alza de las reservas internacionales de la Región.

El impulso en la actividad real que se viene produciendo ha venido acompañado de un proceso de mayor diversificación en la mayoría de los países. La gestión fiscal ha sido más prudente que en shocks anteriores de materias primas, generándose un superávit primario en la mayoría de los países, conjuntamente con superávit de cuenta corriente.

El manejo de la política monetaria ha sido más ortodoxo, con bancos centrales más autónomos que han permitido una convergencia de la tasa de inflación al 5%.

El control de la inflación y la estabilidad macroeconómica en general, ha favorecido la fijación de expectativas entre los agentes, reduciendo la incertidumbre e incentivando la inversión, así como el consumo. Esto ha impulsado el crédito en la Región registrando crecimientos reales superiores al 15% en promedio.

La profundidad de estas fortalezas ha quedado en evidencia ante la actual crisis financiera que ha afectado a las principales economías mundiales, donde se ha asistido a un fuerte repunte de la aversión al riesgo en los mercados financieros, cuyo detonante inicial fueron los problemas del segmento hipotecario sub-prime en EE.UU.

Todo ello, ha derivado en un problema de liquidez que obligó una rápida intervención de los principales bancos centrales a través de inyecciones de liquidez en los mercados monetarios. Los bancos centrales están operando bajo el supuesto de que esta es una crisis de liquidez que se arregla con crédito a corto plazo, por lo que los riesgos están acotados. Sin embargo existe la posibilidad de que los inversores perciban una mayor intensidad de la crisis y no retorne el crédito, haciendo que las actuales tensiones de liquidez deriven en un credit-crunch.

La reacción de la Región a estos hechos, ha sido alentadora. Las primas de riesgos han mostrado un escaso impacto, con algunas excepciones relacionados a factores idiosincrásicos. Continúan las entradas de flujos de capital y no se espera un impacto en el crecimiento de la Región para 2007.

Las recientes turbulencias en los mercados financieros plantean un entorno internacional algo menos favorable, sin embargo lo más probable es que los impactos sean limitados pero en todo caso se estará en un escenario de desaceleración del crecimiento de las principales economías desarrolladas.

Para la Región en los próximos dos años los impactos serán limitados, tanto por el canal real como el financiero. Los clásicos frenazos súbitos de flujos de cartera a la Región parecieran tener menos importancia en la actualidad, por el stock de reservas internacionales, la entrada de inversión extranjera directa y la caída de los stocks de deuda externa. Además continuará la fortaleza de la demanda asiática, lo que impedirá un fuerte ajuste en la demanda de materias primas, manteniéndose la fortaleza en los resultados de cuenta corriente.

Todo esto permitirá que la economía de la Región crezca 4,6 % para 2008 en un entorno de estabilidad macroeconómica. Si entramos en un escenario de credit-crunch estaríamos en otro escenario de mayores impactos, pero con mayores fortalezas para afrontarlos.

# I. Entorno Económico y Financiero

## Perspectiva internacional

### Un panorama económico con mayores incertidumbres...

Las perspectivas económicas se han tornado menos positivas en los últimos meses. La combinación de unas políticas monetarias laxas, un exceso de ahorro global y una fuerte innovación financiera crearon un caldo de cultivo que ha podido contribuir a la actual vulnerabilidad del sistema financiero, generando cierta incertidumbre en torno al panorama económico mundial. El detonante se encuentra en la crisis del segmento crediticio sub-prime en EE.UU., el de peor calidad crediticia del mercado hipotecario estadounidense, extendiéndose posteriormente a otros activos y áreas geográficas. Así, el punto álgido de la crisis se alcanzó a principios de agosto con la aparición de tensiones de liquidez en los principales mercados interbancarios, que todavía a día de hoy no se han normalizado.

La persistencia de estos y otros interrogantes hace que resulte complejo evaluar con exactitud los impactos sobre la economía real, siendo la principal duda si nos encontramos ante una crisis de liquidez o ante el comienzo de una crisis de crédito. En este sentido, hay que tener en cuenta que la economía mundial presenta varios elementos de vulnerabilidad, entre los que destacan el elevado nivel de endeudamiento de las familias y el desconocimiento del verdadero alcance y magnitud de los actuales problemas. Sin embargo, los soportes parecen pesar más. No hay que olvidar que los tipos de interés permanecen estructuralmente bajos, en un entorno de expectativas de inflación ancladas, de solidez empresarial y de mayor fortaleza macroeconómica de los países emergentes. Todo ello, lleva a pensar que un escenario de crisis de liquidez tiene una mayor probabilidad que un escenario de credit-crunch.

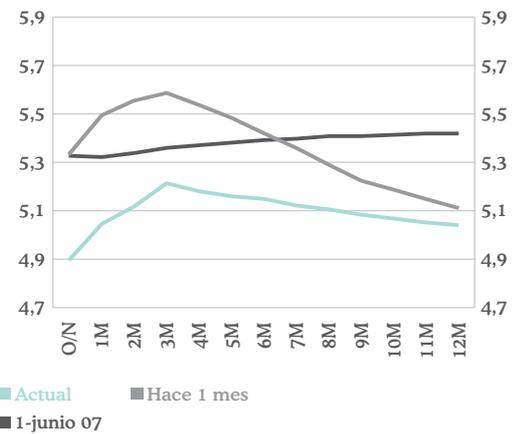
No obstante, la probabilidad de que este último se materialice no es desdéniable. Así, en primer lugar, se está constatando que el actual shock de liquidez está siendo mayor y más persistente de lo esperado en un primer momento; en segundo lugar, recientemente ha quedado patente la falta de eficacia de las intervenciones de los bancos centrales a la hora de paliar la crisis de liquidez; en tercer lugar, se ha producido un aumento de la preferencia por la liquidez; y en cuarto y último lugar, se han empezando a observar las primeras señales de restricción de crédito, mientras se mantienen las dudas sobre la cobertura de las necesidades de financiación del sistema. A todo ello, se habría unido la evolución reciente de algunos indicadores de actividad, que muestran el aumento de los riesgos a la baja en crecimiento.

### ...aunque la economía mundial continuará creciendo a tasas elevadas

Todo ello lleva a plantear un escenario central en el que la economía mundial crecerá menos de lo contemplado hasta el momento. No obstante, el alcance de la revisión de las expectativas de crecimiento a la baja es limitado y asimétrico, dado que el mayor impacto se concentrará en la economía estadounidense. En este sentido, el ajuste del sector inmobiliario se prolongará más de lo esperado, hasta 2008, y llevando a la economía a crecer a tasas del 1,9% para este año y del 2,2% para el que viene. Por su parte, la economía europea, aunque con un impacto menor, habría dejado atrás su máximo cíclico y los indicadores de actividad apuntarían hacia una moderación del crecimiento algo más intensa de lo previsto, donde la fuerte apreciación del euro será un importante lastre. Así, su crecimiento se ubicará en el 2,5% este año y en el 2,0% el que viene.

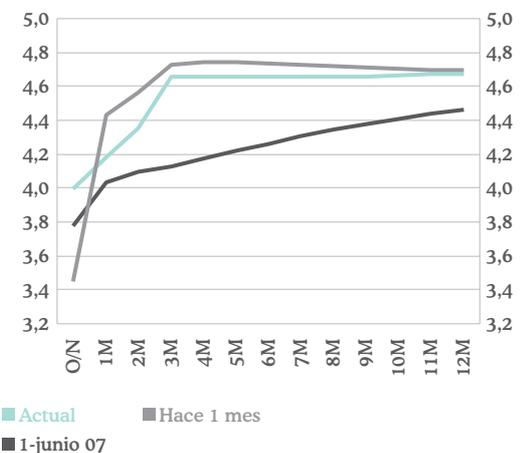
Como contrapunto, la situación actual de los países emergentes ha mejorado sustancialmente respecto a crisis anteriores, por lo que el impacto será muy limitado. En este sentido, América Latina presenta unos soportes mucho mayores que en episodios anteriores, y junto a los países asiáticos, especialmente China, continuarán expandiéndose, aunque a tasas levemente menores.

### EE.UU.: curva Libor



Fuente: SEE BBVA

### UEM: curva Euribor



Fuente: SEE BBVA

### Crecimiento mundial y contribución por áreas (%)



Fuente: FMI y BBVA

## Expectativas de política monetaria a un año

(media móvil 1 semana)



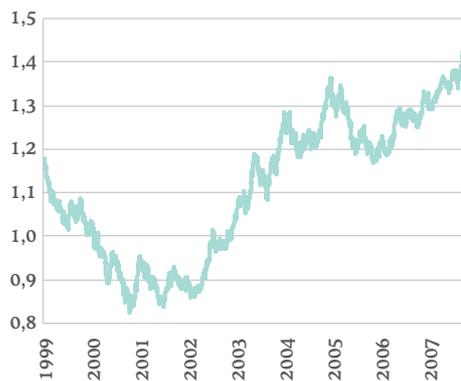
Fuente: BBVA

## Previsiones financieras (fin de año)

|                        | 2006 | 2007 | 2008 |
|------------------------|------|------|------|
| <b>Tipos oficiales</b> |      |      |      |
| EE.UU.                 | 5,25 | 4,25 | 4,50 |
| UEM                    | 3,50 | 3,75 | 3,75 |
| <b>Tipos a 10 años</b> |      |      |      |
| EE.UU.                 | 4,7  | 4,3  | 4,5  |
| UEM                    | 3,9  | 4,2  | 4,3  |
| Dólar-euro             | 1,32 | 1,41 | 1,38 |

Fuente: BBVA

## Dólar-euro



Fuente: Bloomberg

Como resultado, el crecimiento mundial se desacelerará, si bien todavía continuará creciendo a tasas superiores al 4%.

En términos de inflación, no se observan tensiones inflacionistas a nivel global, a lo que contribuirá la moderación económica prevista. Por países, en EE.UU., la inflación subyacente continuará su tendencia de moderación, y en Europa, aunque podría ubicarse por encima del 2% en la última parte del año por un efecto base, a partir de 2008 las presiones inflacionistas disminuirán.

## Los bancos centrales cambian el rumbo...

Los bancos centrales han tenido un papel protagonista en el actual episodio de volatilidad, sobre todo, después de que la aparición de tensiones de liquidez en los mercados interbancarios les obligara a realizar constantes inyecciones de liquidez en el sistema, en una magnitud y duración sin precedentes.

Estas incertidumbres han llevado a que los bancos centrales de manera generalizada se replanteen sus sendas de política monetaria. El primero en hacerlo fue el BCE. En agosto pre-anunció una subida para septiembre de 25pb, sin embargo, llegado el momento y ante las persistencia de las tensiones de liquidez, dio marcha atrás y mantuvo tipos en el actual 4%. En el actual contexto de mayor moderación del crecimiento, unido a la fuerte apreciación del euro y las menores presiones inflacionistas, nuestro escenario central contempla una bajada de 25 pb en el tipo "refi". La duda está si se producirá en diciembre de 2007 o en enero de 2008, ubicando el tipo oficial en el 3,75%. Esto contrastaría con el mercado, que descuenta estabilidad del tipo oficial en el tipo actual para las próximas reuniones.

En EE.UU., por su parte, la Reserva Federal en su pasada reunión de septiembre rebajó el precio oficial del dinero en 50pb, hasta el 4,75%, sorprendiendo en cierta medida al mercado, que se inclinaba más por un recorte de sólo 25 pb. Hacia adelante, se contemplan dos rebajas adicionales de 25 pb del tipo oficial, hasta el 4,25%, para las próximas reuniones de la Fed. El mercado, por su parte, se ha tornado levemente más positivo y, aunque descuenta al menos una bajada más de 25 pb, otorga una elevada probabilidad a que la Fed mantenga tipos en la reunión de octubre.

## ...y se modifica las perspectivas financieras

En este contexto, con una revisión a la baja tanto del crecimiento como de las expectativas de política monetaria, el panorama financiero también se modifica en profundidad. En EE.UU., la combinación de unas perspectivas económicas menos halagüeñas y una Fed que ha relajado su política monetaria y que continuará rebajando sus tipos oficiales en lo que queda de año, sesgan las rentabilidades a la baja, ubicando al 10 años en 4,3% a finales de este año. En Europa, por su parte, la situación es similar, con unas perspectivas de crecimiento algo inferiores, un BCE que en nuestro escenario central no sólo habría puesto fin a su ciclo de subidas, sino que relajará su política monetaria hasta el 3,75% en los próximos meses y un efecto arrastre de EE.UU. en el corto plazo, las rentabilidades a 10 años se ubicarán en el 4,2% a finales de 2007.

Por su parte, el dólar continúa debilitándose frente al euro y actualmente su cotización se sitúa en niveles mínimos históricos desde la creación del euro, en el entorno del 1,41-1,42\$/€. Hacia adelante, dado el mayor impacto de la crisis sobre la economía norteamericana, el dólar continuará débil, ubicándose alrededor del 1,41\$/€ a finales de este año. Posteriormente, revertirá lentamente hacia niveles más apreciados, conforme la economía de EE.UU. se recupere. No obstante, el sesgo para el dólar continúa siendo depreciador, en un contexto en el que los diferenciales de tipos largos entre EE.UU. y Europa se estrechan y al que podría unirse el ya citado riesgo de credit-crunch.

## Situación y perspectivas para América Latina

### El crecimiento no cesa

La región está manteniendo en 2007 un fuerte dinamismo, dando continuidad a la fase expansiva iniciada hace ya más de tres años y sobrepasando las expectativas existentes al inicio del ejercicio. De acuerdo a los datos de Contabilidad Nacional del primer semestre, América Latina habría presentado un crecimiento medio interanual del 5,4%, siendo Venezuela y Argentina nuevamente las economías más dinámicas, aunque seguidas de cerca por Perú y Colombia.

En este contexto hemos revisado al alza la cifra de crecimiento agregado para 2007 en seis décimas hasta el 5,1% y nueve décimas hasta el 5,7% en el caso de América del Sur. Ello a pesar de las actuales turbulencias financieras globales, a las que luego nos referiremos, y a que las expectativas para dos de las tres mayores economías de la región, Argentina y México, se han moderado en este período, afectada principalmente la última por el escenario menos benévolo en Estados Unidos. El mayor impulso esperado en Brasil ya compensa esta evolución, pero también hay que sumar las importantes contribuciones de Venezuela, Chile y Perú, economías que podrían cerrar 2007 con un crecimiento superior al 6%. En Colombia la revisión a la baja del crecimiento esperado no ha sido significativa y habría respondido a un ligero ajuste del optimismo de partida.

Al margen de los buenos resultados agregados, es necesario mencionar que continúa acrecentándose la sincronía cíclica entre las economías de la región. Esperamos que 2007 sea el año en que América Latina presente la menor volatilidad en las tasas de crecimiento de los últimos 25 años, rebajando los mínimos marcados en 1984 y 1997. A pesar de estas cifras, no puede afirmarse que en el período expansivo actual se haya producido un incremento en la interrelación del sector real de las diferentes economías. Más bien tendríamos que hablar de desarrollos paralelos que han resultado exitosamente en mayor crecimiento. Un favorable entorno internacional junto a la aplicación de políticas económicas más responsables estarían detrás de esta explicación.

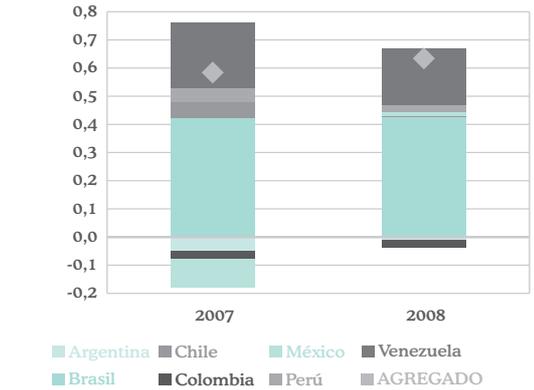
### El paradigma puede cambiarse

En la actual fase de expansión, como ocurriera en los períodos 1984-1987 y 1991-1997, el protagonismo en el crecimiento lo está teniendo la demanda doméstica. Es cierto que las cuentas comerciales muestran elevados superávits, pero si descontamos el efecto de los términos de intercambio obtenemos que el sector externo ha estado drenando crecimiento, resultado del fuerte aumento de las importaciones reales. En esta evolución destaca el papel de la inversión, más relevante que en períodos de bonanza previos y que en términos agregados ha aportado un 40% del incremento del PIB desde 2003. Y dentro de la formación de capital, con las excepciones de Argentina y Venezuela, ha sido crucial la contribución de la inversión privada en maquinaria y equipos frente a la participación pública y la realizada en el sector de la construcción.

En el contexto anterior podemos preguntarnos si hay verdaderas posibilidades de que se produzca un cambio de paradigma en el crecimiento de América Latina. Las cifras a este respecto han sido hasta ahora inapelables, mostrando una contribución escasa de la productividad al avance del PIB durante las últimas décadas. Sin embargo, el actual proceso inversor podría estar sirviendo de base para cubrir las ganancias potenciales existentes en numerosos sectores. La progresiva apertura al exterior de las economías, ya sea unilateral o a través de tratados comerciales, está sirviendo a este propósito, pero todavía existe

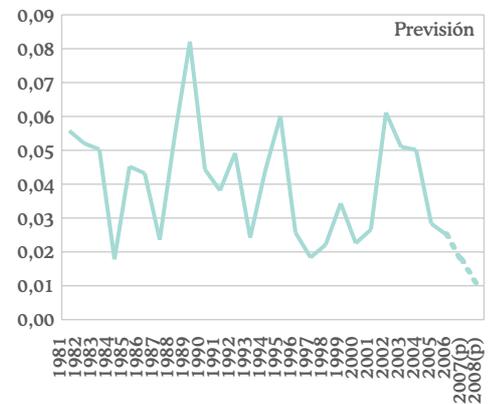
## Cambio en las previsiones de crecimiento para 2007-2008

(contribución por países; en puntos porcentuales)



Fuente: BBVA

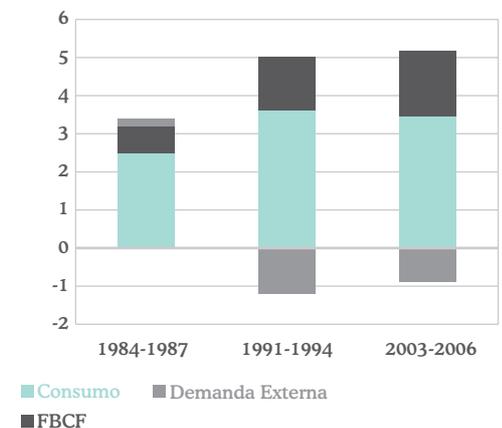
## Sincronía de crecimiento en América Latina\*



\* Desviación típica de la tasa anual de crecimiento del PIB en Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela  
Fuente: BBVA

## Contribución de los componentes del PIB al crecimiento en América Latina

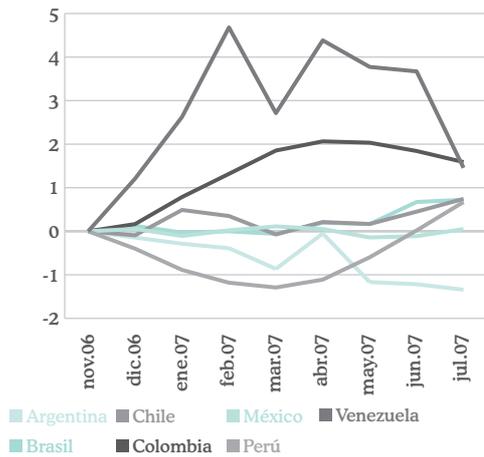
(promedio anual en los primeros cuatro años de expansión)



Fuente: BBVA a partir del IIF, \* Argentina, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela

### Variación en la inflación interanual

(desde nov-06; puntos porcentuales)



Fuente: BBVA a partir de Bloomberg

margen en el funcionamiento de los mercados domésticos, tanto de bienes como de factores. Es en este punto, y aprovechando los buenos fundamentos actuales, donde deber incidirse para lograr un mayor crecimiento potencial en el futuro.

### ¿Economías sobrecalentadas?

Resultado de la fuerte expansión de la demanda interna durante los últimos años, el posible recalentamiento de algunas economías está sobre la mesa. Si bien en un artículo posterior se realiza un análisis más profundo del comportamiento de la inflación y las diferentes respuestas de política monetaria, conviene hacer aquí un comentario inicial. Las cifras agregadas muestran que la evolución de los precios fue muy positiva hasta finales de 2006, momento en el que la inflación inició una senda alcista. Desde entonces, ha aumentado medio punto hasta el 5,5% en julio pasado, destacando el fuerte incremento registrado en Venezuela y Colombia, país en el que se ha sobrepasado el objetivo del banco central. En Brasil, Chile y Perú también se han producido repuntes relevantes, pero los niveles son menos preocupantes, situándose la inflación por debajo del 4%. En México apenas se han registrado variaciones, mientras que en Argentina continúa reduciéndose y ha alcanzado su valor mínimo desde junio de 2005, si bien es cierto que en este último caso es probable que las cifras oficiales estén subestimando los datos reales.

En definitiva, vemos que los problemas de inflación, al margen de factores estacionales, son moderados y están localizados en algunas economías. A ello hay que sumar que las autoridades monetarias están respondiendo con normalidad a esta evolución, adoptando políticas de carácter más restrictivo para cumplir con el objetivo de estabilidad de precios. Son en cualquier caso preocupantes los elevados niveles que se sostienen desde hace años en Argentina y Venezuela, economías donde el ajuste de competitividad no se está realizando a través del tipo de cambio nominal sino de los precios domésticos. Anticipamos que en 2008 su situación no cambiará a mejor, alejándose de la buena senda en el resto de economías, que no superarán a final del próximo año el nivel del 4%.

### Solidez ante la inestabilidad global

Durante la actual fase expansiva en América Latina han tenido lugar diferentes episodios de turbulencias en los mercados financieros mundiales. Podemos identificar cinco más claramente: dos relacionados con la reevaluación de expectativas sobre política monetaria de la Reserva Federal (abril-mayo de 2004 y mayo de 2006), los rumores de bancarrota de General Motors, el mayor grupo industrial estadounidense (marzo 2005), y dos vinculados a las negativas previsiones sobre los mercados inmobiliario y sub-prime de crédito en Estados Unidos (febrero-marzo y julio-agosto de 2007). Es este último episodio el que ha tenido un impacto relativo más acusado en la región, ya que ha llevado en determinados momentos a los inversores globales a deshacer fuertes posiciones en sus carteras en busca de activos en mercados desarrollados. La prima de riesgo se amplió cerca de un 50% entre mediados de julio y mitad de agosto, frente a correcciones en el rango del 15-35% en episodios anteriores, mientras que las divisas más apreciadas en el año, el real brasileño y el peso colombiano, sufrieron fuertes correcciones.

Sin embargo, la exposición directa de América Latina al segmento sub-prime es reducida, ya que las entidades domésticas tienen su cartera centrada en activos locales. Además, y como hemos expuesto en ocasiones anteriores, la región se encuentra hoy en mejores condiciones para afrontar situaciones de inestabilidad global. Las mejoras acometidas en materia de gestión macroeconómica, con bajos niveles de

### Prima de riesgo en América Latina y episodios de inestabilidad global

(EMBI+; puntos básicos)



Fuente: BBVA, JP Morgan

inflación y de déficit fiscal, y la mayor solvencia externa de los diferentes países, gracias al notable incremento de las reservas, constituyen un sólido colchón para amortiguar los efectos negativos de estos episodios. Esto no quiere decir que la región no vaya a sufrir en períodos de volatilidad e incertidumbre en la economía mundial, sino que en un escenario más negativo podrá acotar las pérdidas sin necesidad de generarse una nueva crisis. La excepción en el episodio actual es México, ya que su economía se vería afectada más negativamente por una brusca desaceleración de la actividad en Estados Unidos.

### Hacia un crecimiento menos excluyente

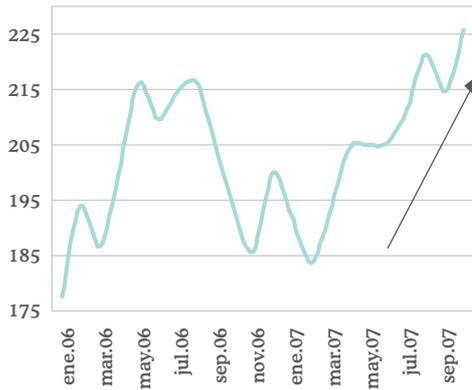
América Latina, por tanto, se encuentra en una situación en la que combina un ritmo sostenido de crecimiento con una macroeconomía fortalecida y una —hasta ahora— relativa inmunidad a episodios de inestabilidad con origen en otras áreas geográficas. Pero además, este nuevo contexto económico trae consigo en algunos países una serie de efectos añadidos que tienen consecuencias positivas sobre la distribución del ingreso nacional. Este es por ejemplo el caso del aumento del empleo formal, que mantiene durante 2007 una senda de crecimiento iniciada el año anterior, tanto en volumen como en remuneración<sup>1</sup>. Otro ejemplo viene dado por la recuperación del crédito en la región, y su generalización a segmentos de la sociedad previamente excluidos de este servicio. Por último, la asunción de políticas sociales (en materia de educación, sanidad, o transferencias directas de renta), es otro de los elementos que están facilitando un crecimiento económico más participativo.

En virtud de estos procesos, la clase media, uno de los grandes damnificados de las crisis que asolaron las economías latinoamericanas durante las dos últimas décadas, crece en la mayoría de los países de la región. De consolidarse esta tendencia, la región puede encontrarse con dos efectos positivos de cara a su futuro desarrollo económico: por un lado, la existencia de un amplio sector de la sociedad con mayor poder adquisitivo puede facilitar la extensión del actual ciclo, y la eventual transformación del actual modelo de crecimiento a través de una mayor relevancia de la demanda interna como motor del mismo. Al mismo tiempo, una clase media amplia ha sido considerada tradicionalmente como uno de los factores que más inciden en la consolidación de los regímenes democráticos. Lo que a su vez se traduce en una preferencia social por políticas económicas más estables y menos proclives a los experimentos. En este sentido, es cierto que los últimos años atestiguan un mayor consenso político en torno a la necesidad de una política económica disciplinada. No obstante, éste tiene lugar dentro de un inusual contexto de prosperidad exportadora, y cuya desaparición podría traer consigo un aumento de la polaridad del debate político en torno a la economía. De este modo, la emergencia de una nueva clase media que aumenta en representatividad social y en poder de compra, puede convertirse en uno de los soportes que permita extender el presente ciclo de crecimiento, minimizando al mismo tiempo las posibilidades de políticas económicas que comprometan el actual saneamiento macroeconómico.

<sup>1</sup> Según el último Estudio Económico de la CEPAL, el aumento del empleo formal en la región para 2006 es de un 2%. El salario real medio experimenta un aumento en la misma proporción, con países como Argentina, Brasil, Colombia, Uruguay y Venezuela registrando crecimientos por encima de esta media.

Antonio Marín Campos  
antonio.marin.campos@grupobbva.com  
José Ramón Perea  
jramon.perea@grupobbva.com

## Índice BBVAMAP de materias primas



Fuente: BBVA

## II. Materias primas

### Panorama general

El *rally* de materias primas ha recibido un decidido espaldarazo durante 2007. La evolución de estos mercados se ha caracterizado en los últimos meses por una oferta que encuentra serios impedimentos (geopolíticos, climatológicos, estructurales) para seguir la estela de una demanda global cada vez más enérgica. No es de extrañar por tanto que durante 2007 los índices agregados de *commodities* hayan experimentado subidas muy significativas, y prácticamente hayan eliminado la moderación que se experimentó durante la segunda mitad de 2006, gracias a la caída del petróleo y algunos metales básicos.

### Petróleo

El año 2007 ha retomado la tendencia alcista en los precios petroleros, llevándolos a nuevas cotas máximas. Si hacia el final de 2006 un invierno especialmente cálido en EE.UU. y la corrección de expectativas influyeron en una caída de precios, el presente año acumula hasta el final de septiembre un incremento en el West Texas del 40%, y un 37% en el Brent, después de que ambos hayan alcanzado nuevos máximos históricos.

El comportamiento del mercado petrolero en el último par de meses evidencia una mayor persistencia de precios en los niveles actuales, asociados a factores de oferta y de expectativas. La demanda viene comportándose en línea con lo esperado, mientras que las sorpresas han estado por el lado de la oferta. Problemas inesperados con la producción de los países no OPEP y un mejor funcionamiento del Cartel de la OPEP en la fijación de cuotas han creado un desequilibrio temporal entre oferta y demanda que ha generado una caída de los inventarios de la OECD.

Al estrechamiento del diferencial entre oferta y demanda, se le agregó un período muy activo de conducción veraniega en Estados Unidos en medio de cuellos de botella en las refinerías, con algunas de ellas obligadas a realizar paradas de mantenimiento, luego de un largo período de funcionamiento continuo a raíz de las dificultades introducidas por el huracán Katrina.

Adicional a estos hechos, los temores de suministro de cara al inicio de la temporada de invierno boreal se han acentuado por el recrudecimiento de la violencia en la principal región petrolera de Nigeria y las crecientes amenazas de enfrentamientos entre Turquía y los Kurdos que se ubican en el norte de Irak, una de las principales zonas de producción y reservas de ese país.

Estos son nuevos eventos que se agregan a la ya complicada situación de Irak y al poco avance en la resolución del conflicto que enfrenta a Irán con Occidente por el mantenimiento de su programa nuclear. Y que en conjunto se han traducido en un notable incremento del riesgo geopolítico, principal factor que ha impulsado los precios, conjuntamente con el comportamiento de la oferta.

La percepción de un mercado más ajustado no parece hacer mella en la política de cuotas de la OPEP, organismo que el pasado 11 de septiembre acordó aumentar la producción en 500.000 barriles/día. Un aumento marginal, que escasamente aliviará las presentes tensiones. Las reticencias del cártel a inyectar más crudo en el mercado responden a una estrategia de espera, ante las incertidumbres que se ciernen sobre la economía global. En concreto, un potencial agravamiento de la crisis crediticia en EE.UU. debería resultar en una demanda menor por parte del principal consumidor mundial de crudo. Pero incluso en este supuesto, la relación entre la crisis *subprime* y la demanda global de crudo dista de ser clara: por un lado, la posibilidad de que los principales mercados emergentes resistan el envite de una crisis en EE.UU. ha ganado fuerza en los últimos meses, gracias sobre todo a una fortaleza macroeconómica sin precedentes. Pero además, las medidas de la Reserva Federal para hacer frente a la crisis, entre las que se incluyen una bajada de tipos de 50 puntos básicos el pasado 18 de septiembre, acrecientan el atractivo de

## Citización diaria de Brent y West Texas (2007)



Fuente: Bloomberg

los activos de países emergentes, ayudando a mantener un intenso ritmo de demanda energética en los mismos. Encontramos por tanto varias razones que pueden deslizar una eventual desaceleración de la actividad en EE.UU., de una reducción acusada en el consumo mundial de petróleo.

Ante esta evidencia es probable que la OPEP vuelva a ajustar su cuota de producción de cara a las próximas reuniones, donde el rol de Arabia Saudita será central en determinar una política de incremento que podría estar entre 500.000 y un millón de barriles adicionales.

Por último, el debilitamiento del dólar ha impulsado el destino de fondos a los mercados globales de materias primas elemento que puede ser un factor adicional que esta impulsando los precios del petróleo y del resto de materias primas.

## Agrícolas y metales

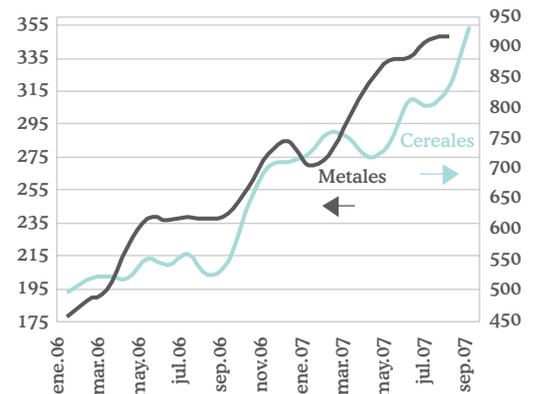
Si los metales básicos fueron los grandes protagonistas de los incrementos de precios de materias primas durante el año pasado, esta responsabilidad está siendo compartida en 2007 por los productos agrícolas. Una de las materias primas con mayor conducta alcista en este grupo es el trigo, cuyo contrato futuro alcanzaba a mediados de septiembre un máximo histórico de \$9.11 por *bushel*. Detrás de este récord se esconden unas condiciones climatológicas adversas en varios de los principales exportadores (Canadá, Rusia y Estados Unidos), que han incidido en una reducción de los inventarios globales. Como consecuencia, la cosecha de los países productores en el hemisferio sur, que empieza en octubre, es crucial para subsanar el relativo desabastecimiento del mercado. Esta posibilidad, no obstante, parece remota, después de que la sequía haya obligado a Australia a reducir en casi un tercio la producción prevista para el año.

Otra tendencia apreciable durante 2007 es la relativa facilidad con la que las alzas de precios se transmiten de unos productos agrícolas a otros. La escalada del trigo influye en su sustitución por el maíz como forraje en el sector ganadero, lo que a su vez alienta los precios del maíz al alza. Precios que, por otra parte, ya se veían presionados por las perspectivas de la industria de biocombustibles en EE.UU. Siguiendo esta cadena de transmisión, la soja también ha experimentado mayores precios: En un intento de rentabilizar los mayores precios de maíz y trigo, numerosos agricultores han reorientado sus cultivos hacia estos productos, en detrimento fundamentalmente de la soja. En EE.UU., por ejemplo, se estima que la superficie dedicada a este cereal se reducirá en un 15% durante la presente campaña de cereal, provocando una reducción similar en la producción.

Por su parte, los metales básicos muestran en general una evolución similar al de las anteriores materias primas, caracterizados por bajos inventarios y una demanda insuficientemente atendida. La llegada de la crisis crediticia en EE.UU. moderó levemente los precios, ante las expectativas de que el parón en la industria de la construcción estadounidense ralentizara la demanda de estas materias primas. Pero como contrapartida, el proceso urbanizador y el alto ritmo de provisión de infraestructuras en China y en otros emergentes ha tenido mucha mayor fuerza en la determinación de precios, y ha acabado por mantener los precios en una senda alcista.

Además del efecto que estas nuevas fuentes de demanda tienen sobre la práctica totalidad de metales básicos, algunos de éstos han sido afectados por factores más específicos. Este es especialmente el caso del cobre, referencia obligada para el conjunto de metales básicos, y cuyo precio ha encontrado soportes adicionales en la amenaza de huelga en el principal productor mundial (Chile), o en la reducción de inventarios en el tercer trimestre. Con estos condicionantes, no es de extrañar que la demanda no comercial de este metal recupere posiciones largas (en términos netos) a primeros de octubre. Una situación que no se registraba desde la primavera de 2006, y que está en clara sintonía con una visión alcista de precios de cara al futuro inmediato.

## Índice de futuros metales y grano



Fuente: Commodity Research Bureau

## Posiciones netas no comerciales en futuros cobre



Fuente: BBVA - Capital Flows, CFTC y Bloomberg

## Biocombustibles: ¿una oportunidad para América Latina?

En la última década los biocombustibles han adquirido un protagonismo destacado en la agenda de los reguladores y las empresas como instrumento de promoción del desarrollo rural y como medio para reducir la dependencia del petróleo y las emisiones contaminantes.

Aparte de Brasil, cuya exitosa incursión en el campo de los biocombustibles es bien conocida, el principal foco de producción y consumo se concentra en los Estados Unidos de América (EEUU) y la Unión Europea. Gracias a ambiciosos programas nacionales de apoyo, ambas regiones se han situado a la cabeza del ranking mundial de producción de etanol y biodiésel respectivamente. Sin embargo, el mayor potencial natural se encuentra en regiones, como América Latina, Europa del Este o el África Subsahariana.

Este recuadro analiza las oportunidades que el mercado de los biocombustibles brinda a los países de América Latina y Caribe (ALC). En la mayoría de economías de la región, la producción y consumo doméstico de biocombustibles contribuiría a promover la inversión y el empleo en el entorno rural y a reducir la dependencia del petróleo. Adicionalmente, algunos países cuentan con los recursos necesarios para posicionarse como oferentes de peso en el mercado internacional de biocombustibles.

### ¿Qué son los biocombustibles?

Los biocombustibles son carburantes producidos a partir de biomasa (materia biológica agropecuaria o de desecho). Los más utilizados son el etanol y el biodiésel, como carburantes para el transporte.

El etanol se obtiene del azúcar (caña de azúcar y remolacha) o del almidón (maíz, trigo y otros cereales). Se suele mezclar con gasolina al 5%-10% aunque existen vehículos que funcionan con mezclas superiores. Reúne cerca del 90% de la producción mundial de biocombustibles.

El biodiésel se obtiene a partir del procesamiento de aceites vegetales (soja, palma, colza) y grasas animales. Suele mezclarse con diesel al 5% (Europa) y al 20% (EEUU) pero, con pequeñas modificaciones, los vehículos convencionales pueden funcionar con biodiésel al 100%<sup>1</sup>.

### Situación actual del mercado de biocombustibles

Los principales consumidores de biocombustibles son los EEUU, Brasil y la Unión Europea. La creciente voluntad política de estos países de incrementar la seguridad energética y reducir las emisiones de gases de efecto invernadero se ha traducido en una serie de mandatos ambiciosos sobre el consumo de energías "verdes".

Como resultado, desde el año 2000 la demanda mundial de etanol se ha multiplicado por más de dos y la de diésel por seis. Asimismo, la Agencia Internacional de la Energía prevé que el consumo mundial de biocombustibles aumente más de un 600% hasta 2030.

Aunque en términos relativos el uso de biocombustibles es todavía limitado (en 2005 representaban tan sólo el 1% del consumo mundial de combustibles destinados al transporte), en términos absolutos el tamaño del mercado potencial es muy significativo.

Los EEUU y Brasil comparten el primer puesto en el ranking de producción de etanol, con una cuota del 45% cada uno. Les siguen, muy por detrás, China y la Unión Europea, quien, no obstante, es líder indiscutible en la producción de biodiésel, con más el 70% del mercado mundial.

Con buena parte de la producción y el consumo concentrados en los países desarrollados, tan sólo un 10% de la producción mundial de biocombustibles es adquirida en el mercado internacional. Sin embargo, de cara al futuro, diversos condicionantes de naturaleza física y económica, (disponibilidad y coste de la tierra, rendimiento de los cultivos, coste de la mano de obra, etc.) apuntan hacia una mayor presencia de ciertas regiones en desarrollo en el mercado internacional, entre las que desataca América Latina.

### Análisis económico de los biocombustibles

El principal determinante del coste de producción de los biocombustibles es la materia prima, cuyo coste representa entre el 50% y el 70% del total en el caso del etanol y entre el 70% y el 80% en el del biodiésel.

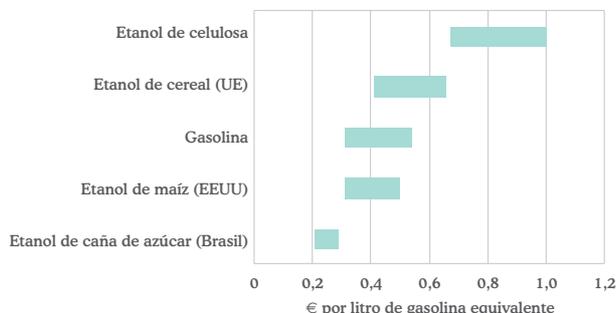
En este sentido, los países tropicales cuentan con una clara ventaja competitiva ya que resultan idóneos para cultivos con rendimientos elevados, como la caña de azúcar, que, además, presenta un consumo de energía y fertilizantes relativamente bajo. Por ello, no resulta sorprendente que, actualmente, la caña de azúcar sirva de base para producir más del 40% del etanol mundial.

Se estima que Latinoamérica concentra el mayor potencial de producción de caña de azúcar del mundo. Brasil es el principal productor mundial y la mitad de su producción se destina a producir etanol, con rendimientos por hectárea de cerca de 6500 litros, frente a los 3100 que se obtienen con maíz en los EEUU o los 2500 que se obtienen en la Unión Europea con trigo.

Los siguientes gráficos ilustran los costes de producción de etanol y biodiésel a partir de diversos cultivos base y por regiones.

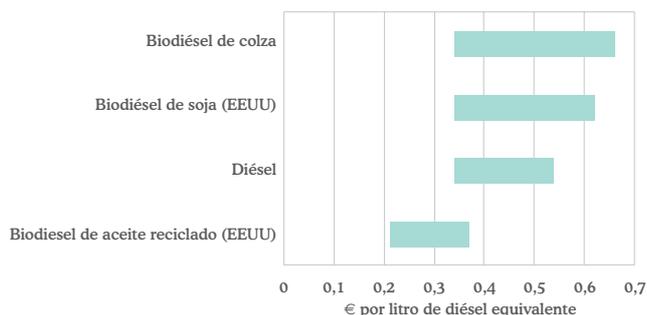
<sup>1</sup> Por motivos técnicos, las mezclas muy elevadas de etanol/biodiésel no se consideran viables en climas templados y fríos.

### Rango de costes en la producción de etanol y gasolina, 2006



Fuente: Worldwatch Institute

### Rango de costes en la producción de biodiésel y diésel, 2006



Fuente: Worldwatch Institute

Estas diferencias de costes se traducen en diferentes umbrales de rentabilidad para los biocombustibles en función del precio del petróleo: mientras que el etanol brasileño es competitivo con precios del barril en torno a 30€, el etanol norteamericano lo es a partir de 45€ y el biodiésel europeo a partir de los 70€.

No obstante, se espera que estos umbrales disminuyan a medida que se produzcan avances significativos en el campo de la biotecnología aplicada a la agricultura. Asimismo, los productores de biocombustibles cuentan con el valor económico de dos importantes sub-productos: la glicerina y los certificados de CO<sub>2</sub>. En el primer caso, se estima que los biocombustibles podrían recuperar entre un 10-20% del coste del mismo con la venta de glicerina. Por otro lado, según el Banco Mundial, con precios del

CO<sub>2</sub> entre 2,5 €/tCO<sub>2</sub> y 16,5€/tCO<sub>2</sub>, los certificados de reducción obtenidos dentro del marco del Protocolo de Kioto permitirían recuperar entre el 1% y el 15% del coste total del biocombustible.

Finalmente, se estima que a lo largo de la próxima década, la utilización de materias primas de “segunda generación” para la producción a escala industrial de biocombustibles podría ser una realidad, principalmente el etanol a partir de celulosa<sup>2</sup>. Esto podría acabar con la ventaja competitiva de los productores de “primera generación” menos eficientes y dar una oportunidad a países con unas condiciones naturales menos favorables.

### Potencial latinoamericano

El potencial bioenergético de ALC es enorme. Con tan sólo el 8.5% de la población mundial, la región concentra la mayor superficie mundial cultivada con caña de azúcar y reúne más de un tercio de toda la superficie teóricamente cultivable del planeta.

Sin embargo, a pesar de la fuerte presencia de varios países latinoamericanos en los mercados agrícolas internacionales, así como el claro liderazgo de Brasil en la producción mundial de etanol, sólo un 20% del suelo potencialmente cultivable de América Latina está siendo utilizado en la actualidad.

Brasil cuenta con la experiencia más ambiciosa y exitosa de la historia en el campo de los biocombustibles. El programa Proálcool, surgido a finales de los años setenta, ha posibilitado el surgimiento de la industria de etanol más competitiva del mundo. Actualmente, Brasil es el principal exportador de etanol y el 70% de sus nuevos vehículos a motor funcionan, en mayor o menor medida, con etanol.

Además del apoyo sostenido por parte de las autoridades (incluso en momentos en que el bajo precio del barril de petróleo hacía del etanol una opción poco rentable), un elemento clave del éxito brasileño ha sido el uso y promoción de la biotecnología. En los últimos 30 años el número de variedades de caña de azúcar se ha multiplicado por 55 y la temporada de producción ha pasado de durar 150 a 220 días al año. Igualmente, el rendimiento del cultivo de caña de azúcar se ha triplicado y el coste final de producir un barril de etanol se ha dividido por tres.

Al margen de Brasil, quien además cuenta con planes ambiciosos para el desarrollo de la industria del biodiésel en el norte del país, el resto de países de América Latina se han mostrado poco (o nada) activos en el campo de los de biocombustibles. Tan sólo Colombia, México y varios países centroamericanos registran una producción notable<sup>3</sup>.

<sup>2</sup> El etanol proveniente de la celulosa puede ser producido de una gran variedad de residuos agrícolas y de procesos industriales, así como de cultivos energéticos no aptos para la alimentación, como la jatropha.

<sup>3</sup> Colombia produce actualmente el 1% del etanol mundial, es pionera en la producción de etanol con tapioca y cuenta con un programa ambicioso de desarrollo de biodiésel con palma africana.

El mayor potencial exportador se presenta, además de Brasil (quien se ha marcado el objetivo de aumentar su producción de etanol un 40% hasta 2010 y triplicarla en 2020) en países que ya son productores importantes de caña de azúcar, como Colombia, Argentina, Guatemala y Cuba. Aunque a priori estos países se encuentran mejor posicionados para producir etanol a gran escala, no se puede descartar un fuerte aumento en la producción de biodiésel en el futuro cercano, sobre todo en Brasil, Argentina y Colombia.

El resto de países de la región, México incluido, cuentan con el potencial natural necesario para desarrollar una industria nacional competitiva que permita cubrir la demanda doméstica (excepto, quizás, en el caso de Chile, que, no obstante, podría beneficiarse en el futuro de la producción de etanol con astillas de madera).

Sin embargo, en todos estos países faltan, en mayor o menor medida, los incentivos regulatorios y/o económicos para el correcto desarrollo de la industria de biocombustibles. Algunos de ellos, como Perú, están promocionando el consumo, la producción e incluso la investigación en el campo de los biocombustibles en colaboración con Brasil, pero la gran mayoría se han mostrado poco activos. Los dos casos más claros se presentan en Venezuela y Bolivia, donde, a pesar del claro potencial natural, la abundancia de recursos energéticos fósiles y la incertidumbre regulatoria imperante en el sector energético han minado el interés público y privado por los biocombustibles.

### Conclusiones:

La industria de los biocombustibles brinda a Latinoamérica una oportunidad sin precedentes para promover el desarrollo de sus comunidades rurales, la seguridad energética de sus economías y la lucha global contra el cambio climático.

La región presenta un gran potencial bioenergético y la producción de biocombustibles es una realidad extendida, aunque generalmente a un nivel reducido y de autoconsumo. Sin embargo, la mayoría de países cuentan con los recursos naturales necesarios para desarrollar una industria nacional que permita cubrir la creciente demanda interna. Adicionalmente, Brasil, Colombia, Argentina y Guatemala podrían encontrar interesante la opción exportadora.

Actualmente el mercado internacional de biocombustibles es realmente estrecho debido al fuerte apoyo de los gobiernos de los países desarrollados hacia la producción doméstica y, lo que es aún más restrictivo, a la existencia de aranceles y cuotas de importación elevados. No obstante, la capacidad de estos países para abastecer su demanda futura es limitada, por lo que el potencial de mercado es muy significativo.

En el corto plazo es probable que Latinoamérica deba competir por la demanda internacional con países del África subsahariana y los del entorno de la antigua Unión Soviética. En el medio-largo plazo, no obstante, la mayor amenaza provendrá de la producción de biocombustibles de "segunda generación". Por ello, la región debería considerar comenzar a explotar cuanto antes su ventaja comparativa en la producción de biocombustibles de "primera generación" para posicionarse con fuerza en el mercado internacional.

A pesar de la incertidumbre existente sobre la evolución futura del precio del petróleo, el precio de las materias primas, y el futuro de los mercados de carbono, la experiencia brasileña muestra que la producción de biocombustibles puede ser económica en sí misma si cuenta con el debido respaldo institucional y el volumen de inversión necesario.

La clave para la viabilidad económica de los biocombustibles será muy probablemente el desarrollo biotecnológico. Con Brasil como guía, la región tiene la oportunidad de apostar por la I+D+I en este campo, fomentando la investigación en cultivos nuevos y la mejora de la productividad de los ya existentes. En las primeras fases de implantación, será también vital el apoyo público, aunque la meta no debería ser promocionar los combustibles a cualquier coste, sino aquellos con buenas perspectivas a medio plazo desde el punto de vista económico, social y medioambiental.

### Referencias.

- Biofuels for transport. Worldwatch Institute. 2007
- Biocombustibles ¿La fórmula mágica para las economías rurales de ALC?. Peter Pfaumann. Banco Interamericano de Desarrollo. Noviembre 2006.
- Biofuels: Is the cure worse than the disease? Richard Doornbosch y Ronald Steenblik. OCDE. Septiembre 2007.
- A Blueprint for Green Energy in the Americas. Strategic Analysis of Opportunities for Brazil and the Hemisphere. Garten Rothkopf. Banco Interamericano de Desarrollo. 2007.

### III. Observatorio económico

## Brasil: la recepción de capitales continúa

### IED, mejor capital a recibir por su escasa volatilidad

La composición de los flujos de capitales que reciben los países es un factor determinante para analizar su aportación positiva al desarrollo económico. En este sentido, la volatilidad de los capitales, unida inexorablemente con su horizonte temporal de inversión, se convierte en el mejor indicador para su clasificación. En este marco de referencia, la inversión extranjera directa<sup>1</sup> (IED) sería el flujo más estable y duradero y, por tanto, el más beneficioso para las economías receptoras. Además, la IED favorece la formación de capital, la transferencia de conocimiento y tecnología, mayores salarios y mejores oportunidades laborales<sup>2</sup>. Dentro de la IED se distinguen dos tipos de flujos: a) Inversiones en capital (Greenfield y ampliaciones, Greenfield en adelante) y b) Fusiones y adquisiciones (M&A). Se considera que una inversión es de tipo Greenfield cuando se realiza “desde cero”. Esto incluye la apertura de nuevas unidades productivas y el incremento de la capacidad instalada. En la medida en que la Greenfield impulsa inversión nueva, tiene desde el principio una aportación positiva al crecimiento económico. Por su parte, dentro de M&A estarían recogidas todas las operaciones en las que un inversor extranjero posee, al menos, un 10% de acciones ordinarias o derechos de voto en el capital de una compañía. Por ejemplo, dentro de ésta, estarían las adquisiciones realizadas durante la oleada de privatizaciones de la segunda mitad de los 90.

El resto de flujos de capitales: a) entradas en cartera y b) otro tipo de capitales configuran lo que se conoce como “Hot Money” o activos que se mueven rápidamente de una forma de inversión a otra para aprovechar las fluctuaciones de los tipos de cambio, de interés y de los mercados bursátiles. La inversión en cartera, aunque volátil, supone también un respaldo al comportamiento del país en la medida en que las compras de bonos suelen reflejar la confianza de los inversores internacionales en la marcha económica del país, mientras que las compras de renta variable reflejan las favorables expectativas en el futuro empresarial.

Por último, los flujos más díscolos serían todos los relacionados con los depósitos bancarios. Un ejemplo serían los flujos ligados a las estrategias de “carry trade”, basadas en explotar la existencia de diferenciales de tipos de interés entre diferentes países.

### Importancia de la estabilidad de los flujos

La estabilidad en los movimientos de capitales ha venido históricamente acompañada de crecimientos elevados en Brasil. Eichengreen (1996) muestra como los países que experimentan un comportamiento volátil de balanza de pagos, ya sea vía cuenta corriente o de capital, han respondido mediante una combinación de depreciación cambiaria, repunte de tipos de interés y pérdida de reservas oficiales. Un sencillo indicador diseñado para captar la presión de la balanza de pagos, considerando ésta como la presión de fuertes variaciones en las variables financieras, nos refleja fehacientemente este hecho. El indicador se construye como agregación de las volatilidades estandarizadas del tipo de cambio, del diferencial EMBI y de la variación de reservas ponderadas por el crecimiento de la M1. La agregación puede ser simple de los tres componentes o ponderado por la volatilidad promedio histórica, tal y como se muestra en este artículo<sup>3</sup>. La información que ofrece cualquiera de las dos alternativas es muy similar. El aspecto más reseñable es la constatación de que los periodos de menor presión (bienio 2000-01 y desde el año 2004 en adelante) han mostrado las tasas de crecimiento más elevadas de la última década.

<sup>1</sup> OCDE 1999: “OECD Benchmark definition of foreign direct investment”, Third Edition. Banco de Francia: 12-14 diciembre 2005: “Expert Meeting on Capacity Building in the Area of FDI: Data Compilation and Policy Formulation in Developing Countries”.

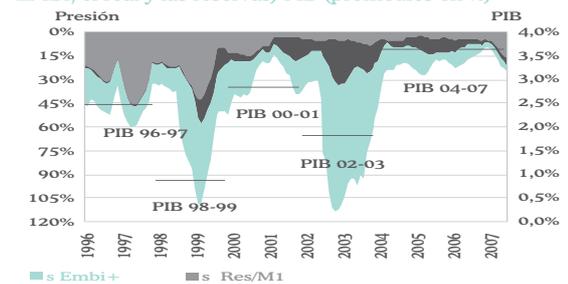
<sup>2</sup> World Health Organization.: *Foreign Direct Investment (FDI)*

<sup>3</sup> FMI, diciembre 2006: “Brazil’s Long-Term Growth Performance—Trying to Explain the Puzzle” Ricardo Adrogué, Martin Cerisola, and Gaston Gelos

Nicolás Trillo  
nicolas.trillo@grupobbva.com

### Brasil: presión de balanza de pagos

(suma ponderada de volatilidades anuales del diferencial EMBI, el real y las reservas) PIB (promedios en %)



Fuente: Datastream y Bloomberg

### Brasil: desglose de la balanza de pagos



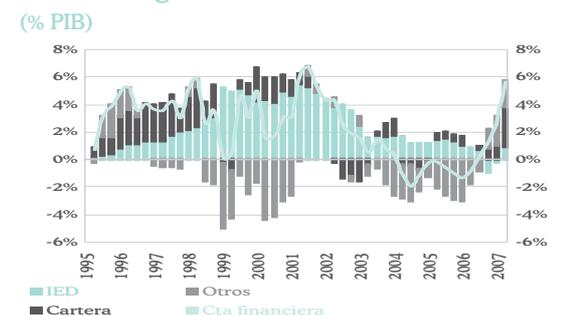
Fuente: Banco Central de Brasil, Datastream y Bloomberg

### Brasil: desglose de IDE



Fuente: Banco Central de Brasil y Datastream

### Brasil: desglose de la cuenta financiera



Fuente: Banco Central de Brasil y Datastream

### Brasil: desglose de inversión en cartera



Fuente: Banco Central de Brasil y Datastream

### Brasil: posiciones en futuros de bolsa por parte de institucionales extranjeros vs Bovespa (% sobre total)



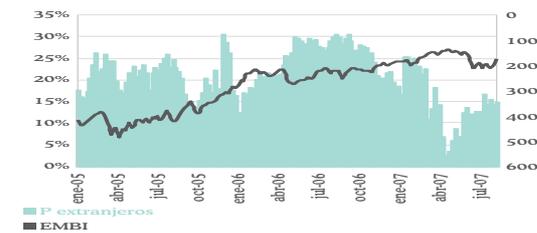
Fuente: Bloomberg

### Brasil: posiciones en futuros de divisas por parte de institucionales extranjeros vs real (% sobre total)



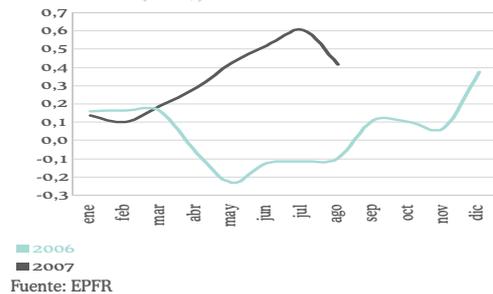
Fuente: Bloomberg

### Brasil: posiciones en futuros de renta fija por parte de institucionales extranjeros vs diferencial EMBI+ (% sobre total)



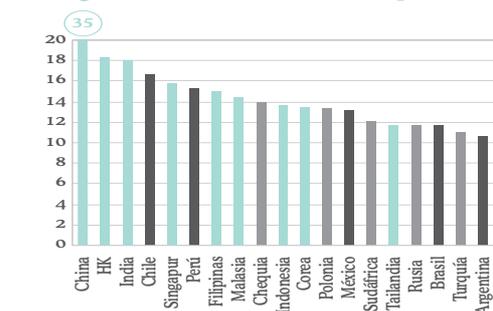
Fuente: Bloomberg y JP Morgan

### Suscripciones netas a fondos de renta fija brasileña (mM\$)



Fuente: EPFR

### Emergentes: PERs estimados para 2008



Fuente: Bloomberg

### Brasil: evolución favorable de los flujos en el primer semestre

Brasil se ha convertido en una de las grandes sorpresas positivas de 2007. Por un lado, se ha producido una reactivación económica, apoyada en los elevados precios de las materias primas, y una inflación controlada. Por otro, el Banco Central de Brasil ha reducido en 200 pb sus tipos de interés oficiales hasta el 11,25%. Ambos elementos han confeccionado el marco idóneo para la recepción de flujos internacionales, principalmente Greenfield, aunque también para las inversiones en cartera y para instrumentar estrategias de carry trade, éstas últimas además favorecidas por el contexto de baja volatilidad en la primera mitad del año.

### Brasil: evolución histórica de la balanza de pagos

La estructura de los flujos recibidos durante 2007 difiere de otros episodios históricos: i) superávit corriente en torno al 1,5% del PIB frente al déficit de la segunda mitad de la década de los 90 y los primeros años de la década en curso y, ii) menor participación de la IED. La IED se mostró muy dinámica hasta el año 2002, guiada fundamentalmente por la M&A y el proceso privatizador que se extendió hasta 2001. En el caso brasileño, la Greenfield ha representado un porcentaje pequeño de la IED. Sin embargo conviene resaltar las crecientes inversiones que Brasil está recibiendo en Greenfield durante 2007. Este impulso está permitiendo compensar las salidas netas de M&A que se están produciendo recientemente con motivo de las compras en el exterior por parte de empresas de materias primas brasileñas. Sin duda, el avance de la Greenfield es un efecto señal muy favorable para la economía brasileña.

También se pueden encontrar similitudes: i) las entradas en cartera son similares a los momentos de máxima bonanza. Los capitales hacia renta variable han tenido un comportamiento muy estable, sorprendentemente, ya que desde 1999 vienen registrando entradas netas. Por su parte los movimientos de los flujos de renta fija además de representar el porcentaje más importante de las entradas en cartera, han reflejado mejor los episodios de máxima incertidumbre: crisis brasileña (1999), default argentino (2001), recesión y bajo crecimiento de EEUU (2002 y 2003), crisis crediticia asociada a GM y Ford (2005) y los episodios de volatilidad de mediados del pasado año. ii) Las entradas de flujos más especulativos, sólo son comparables a las registradas en 1996. Estos flujos ya han demostrado anteriormente su peligrosidad, tal y como se refleja de las salidas netas que se produjeron por el contagio de la crisis asiática (1997), de la crisis rusa y el colapso del Hedge Fund Long Term Capital Management (1998), así como por la propia crisis brasileña (1999) o el contagio de la crisis argentina (2000-01).

### Conclusión: existen soportes para superar la tensión actual

¿Qué puede pasar en lo que resta del año con las turbulencias que están registrando los mercados internacionales? La reacción de los flujos más especulativos no se hizo esperar. Pese a que en las últimas semanas se está retornando a la normalidad, las posiciones en futuros por parte de extranjeros en los mercados de divisas y renta variable se revirtieron, mientras que en el mercado de renta fija disminuyeron sensiblemente. En la misma línea, las suscripciones netas en fondos de acciones y bonos brasileños han mostrado salidas recientemente. Con todo, y aunque la volatilidad pueda mantenerse en el corto plazo, pensamos que una vez se disipen las incertidumbres actuales, Brasil seguirá beneficiándose de sus buenos fundamentos macroeconómicos que han quedado refrendados con las recientes subidas de rating. Además, las altas rentabilidades que ofrece la deuda brasileña, junto con unas valoraciones bursátiles atractivas comparativamente con el resto de emergentes deberían corroborar esta visión.

## Remesas: ¿Una defensa contra las interrupciones súbitas de financiación externa?

El intenso crecimiento que las remesas de emigrantes han experimentado en los últimos años ha convertido a este tipo de transferencia en un contribuyente fundamental a la financiación exterior de muchos países en desarrollo. Fruto de esta tendencia, la literatura económica ha ido mostrando un creciente interés sobre los efectos derivados de la recepción de remesas. Generalmente con un enfoque microeconómico, los estudios iniciales se concentran en buscar posibles efectos de las remesas sobre la reducción de la pobreza familiar, la asignación intertemporal de consumo, o la acumulación de capital. Con el tiempo, la mayor disponibilidad de series estadísticas sobre flujos agregados de remesas ha permitido el desarrollo de trabajos que relacionan estas transferencias con la evolución de agregados macroeconómicos<sup>1</sup>. Este es precisamente el enfoque del presente ejercicio, donde investigamos si la presencia de remesas reduce la probabilidad de reducciones drásticas en el saldo de la cuenta corriente.

### Remesas en América Latina: Algunos hechos estilizados.

El gráfico adjunto muestra la importancia que las remesas han adquirido para América Latina en los últimos años. Especialmente a partir de 1995, la región experimenta un fuerte incremento en la llegada de remesas, hasta situarse en el mayor receptor dentro de las principales áreas emergentes. Crecimiento que, por otra parte, ha convertido a las remesas en la segunda fuente de financiación externa en la región, por detrás tan sólo de los flujos de Inversión Extranjera Directa (IED).

Dentro de esta evolución, destaca el papel jugado por los países centroamericanos, que suelen aunar varios factores favorecedores de la llegada de remesas, y donde éstas comprenden la mayor parte de los flujos exteriores. El gráfico con los principales destinatarios de remesas en la región permite deducir algunos de los determinantes que los caracterizan: Un tamaño pequeño de la economía o una renta per cápita baja son algunos de los factores que suelen estar detrás de una mayor importancia relativa de las remesas, sobre todo porque tienden a inhibir otros flujos (particularmente IED<sup>2</sup> e inversiones de cartera). De este modo, constatamos una de las características más interesantes de estos flujos: su aparente capacidad de sustituir otros tipos de capital exterior, al dirigirse en mayor medida a aquellos países donde los flujos tradicionales no logran una presencia significativa<sup>3</sup>. Otro aspecto relevante en la configuración de las corrientes de remesas es la proximidad del país a uno de los principales destinos migratorios (en el caso de América Latina, EE.UU.), lo que facilita el traslado de trabajadores<sup>4</sup>. Factores que, en definitiva, dejan a países centroamericanos como los más propensos a la recepción de remesas en la región.

Pero por encima de constituir una eficaz alternativa de financiación en aquellos países con un escaso atractivo para el capital exterior privado, un beneficio añadido de estas transferencias es su supuesta estabilidad y aciclicidad. Como muestra la tabla adjunta, la volatilidad media de los flujos de remesas a países en desarrollo es menor que la del resto de flujos<sup>5</sup>. Asimismo, las remesas también aparecen como el flujo menos procíclico, sobre todo en comparación con las inversiones de cartera.

<sup>1</sup> Rapoport and Docquier (2005) ofrecen una revisión exhaustiva de la literatura sobre remesas.

<sup>2</sup> En la literatura empírica, el tamaño del mercado doméstico aparece recurrentemente como uno de los principales determinantes de la IED.

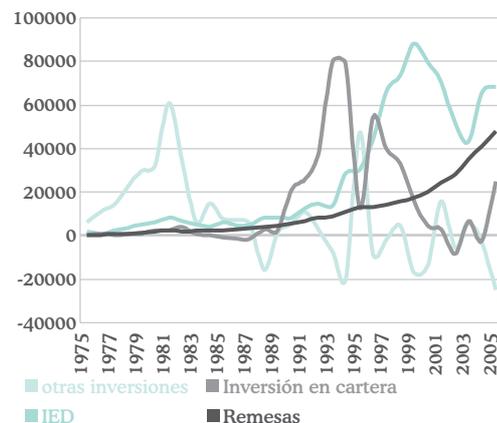
<sup>3</sup> México constituye una excepción dentro de Latinoamérica, al recibir un volumen considerable tanto de remesas como de flujos de capital.

<sup>4</sup> Ecuador es la clara excepción regional a esta tendencia, al combinar un elevado porcentaje de remesas sobre PIB con la lejanía del principal destino de sus flujos migratorios (España).

<sup>5</sup> Incluimos en este apartado flujos de IED, inversiones de cartera, y Otras inversiones (fundamentalmente deuda comercial). En el cómputo de ambos indicadores, eliminamos países que tengan menos de 10 años de datos disponibles para cualquiera del flujo de capital considerado.

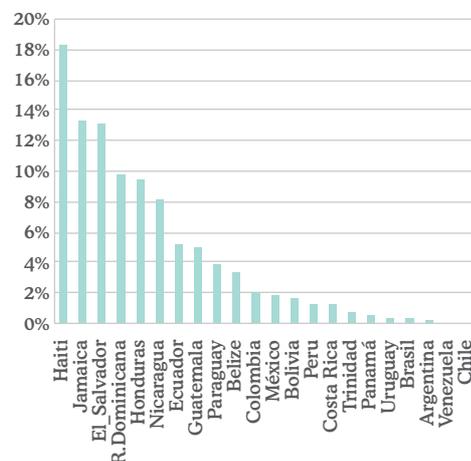
José Ramón Perea  
jramon.perea@grupobbva.com

### Latam: remesas vs. flujos de capital (US\$m)



Fuente: FMI

### Latam: remesas por países (%PIB, media 1985-2005)



Fuente: FMI

## Flujos de capital a países en desarrollo: volatilidad\* y ciclicidad\*\*

(1985-2005)

|                        | Volatilidad | Ciclicidad |
|------------------------|-------------|------------|
| IED                    | 0,28        | 0,18       |
| Inversiones de cartera | 0,54        | 0,24       |
| Deuda                  | 0,32        | 0,11       |
| Remesas                | 0,015       | 0,06       |

\* desviación estándar de ratio de flujo sobre PIB.

\*\* correlación entre el componente cíclico del PIB y el del flujo correspondiente.

Fuente: BBVA

Varias razones están detrás de este comportamiento. El hecho de que las remesas sean transferencias de naturaleza altruista, y por lo tanto desafectas de actividades de inversión, hace que sean relativamente inmunes a los ciclos económicos. Por la misma razón, la llegada de remesas no entraña una obligación de pago futura (en forma intereses, dividendos, repatriación de beneficios, etc.), que pueda aumentar su variabilidad en el tiempo. Características que convierten a estas transferencias en contribuyentes potenciales a una corriente estable de financiación externa. Un objetivo que en América Latina no siempre ha estado garantizado, especialmente en aquellos casos en los que la apertura al capital exterior trajo consigo una concentración de la cuenta financiera en flujos especulativos (*hot flows*), sospechosos habituales en la generación de crisis financieras durante la década de los noventa.

La frecuencia y gravedad de estas crisis ha favorecido la llegada de estudios sobre los factores paradas súbitas de capital exterior (Milesi-Ferreti y Razin, 1999; Edwards, 2004, etc.). Pero por lo general, estos trabajos no han incorporado las transferencias de remesas en su análisis, al no tratarse estrictamente de un flujo de capital<sup>6</sup>, y al representar un papel marginal en las principales economías emergentes. A nuestro entender, sin embargo, la incorporación de las remesas a un análisis de esta naturaleza está ampliamente justificada, tanto por su crecimiento durante los últimos años, como por su mayor estabilidad frente a otras formas de financiación exterior.

### Objetivo y aspectos metodológicos

Con estos condicionantes, nuestro objetivo es investigar si una alta recepción de remesas evita reducciones sustanciales en el déficit por cuenta corriente, particularmente en América Latina. Para ello adoptamos el marco metodológico que ha caracterizado a la literatura sobre crisis financieras, y cuya variable dependiente es una *dummy* que controla por reducciones drásticas del saldo deficitario de cuenta corriente. En la definición de tal evento, seguimos los pasos de uno de los trabajos clave de esta literatura (Edwards, 2004), entendiendo la crisis como una reducción anual del déficit por cuenta corriente de al menos 4 puntos porcentuales en relación al PIB<sup>7</sup>.

Con una variable dependiente limitada, estimamos nuestra especificación econométrica a partir de un modelo Probit, en el que incluimos algunas de las variables explicativas<sup>8</sup> que más consideración han recibido por parte de la literatura (ver tabla adjunta). Por otro lado, la construcción de nuestra variable de remesas sobre PIB (REMGDP) sigue las directrices del manual de balanza de pagos del FMI, consistiendo en la suma de tres series recogidas en dicha base de datos. Primero, las entradas de *compensation of employees* y *workers' remittances*, ambas incluidas en la cuenta corriente, y cuya diferencia se basa en el estatus del trabajador emisor del flujo de remesas<sup>9</sup>. Incorporamos además la serie de *migrants' capital transfers*, perteneciente a la cuenta de capital, y que refleja transacciones relativas al flujo de bienes afectos al movimiento de emigrantes de un país a otro<sup>10</sup>. Con estas variables, construimos un panel con 85 países en desarrollo<sup>11</sup>, a lo largo del intervalo 1980-2006<sup>12</sup>, con frecuencia anual.

<sup>6</sup> Como veremos posteriormente, las remesas se encuentran fuera de la cuenta financiera.

<sup>7</sup> Otros estudios (Milesi-Ferreti y Razin, 1999) definen un horizonte temporal más largo para que este tipo de crisis surjan.

<sup>8</sup> Con el objetivo de reducir posibles sesgos por endogeneidad, las variables explicativas entran en el modelo econométrico con un retardo de un año.

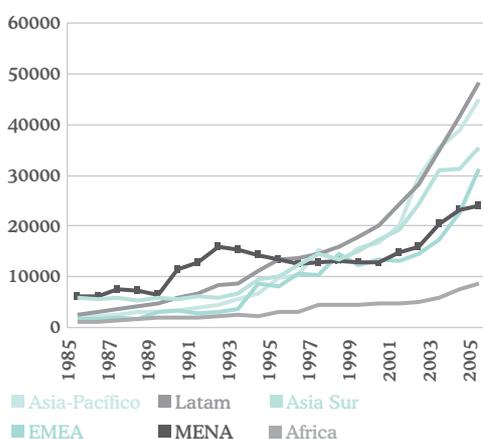
<sup>9</sup> *Workers' remittances* comprende transferencias de personas con estatus de residencia en el país origen del flujo de remesas. Las transferencias de no residentes se contabilizan en la entrada de *compensation of employees*.

<sup>10</sup> Las series sobre los distintos flujos de capital se han extraído de la base de datos del FMI *Balance of Payment Statistics*, mientras que el resto de variables provienen de *International Financial Statistics*, (elaborada también por el FMI), y *World Development Indicators*, publicada por el Banco Mundial.

<sup>11</sup> Debido a la ausencia de datos en algunos países, el número final varía según la especificación econométrica adoptada.

<sup>12</sup> Optamos por excluir años anteriores por la escasez de datos durante la década de los 70.

## Recepción de remesas de emigrantes (US\$m)



Fuente: Banco Mundial

## Resultados

La especificación de partida (modelo base) incluye exclusivamente nuestras variables estándar de control, en aras de identificar la afinidad de nuestro panel con estudios anteriores. En línea con algunos de éstos, nuestras estimaciones iniciales encuentran en el balance de la cuenta corriente sobre PIB (CAGDP) y el porcentaje de deuda a corto plazo (STD) las variables más influyentes en la aparición de este tipo de crisis<sup>13</sup>. Un resultado menos intuitivo es el que obtenemos con el nivel inicial de desarrollo (GDPCAP), que aparece como positivo y significativo en algunas de las especificaciones. Dato que, no obstante, puede venir dado por el hecho de que en nuestra muestra los países de renta media, especialmente vulnerables a este tipo de crisis, registran los niveles iniciales de PIB más altos.

Con estos resultados preliminares, el resto del análisis se centra en identificar el papel de las remesas en el comportamiento de la variable dependiente. En este sentido, no aparecen efectos significativos a través de la inclusión directa de la variable de remesas. Pero resultados más interesantes emergen cuando discriminamos entre áreas geográficas. Realizamos este ejercicio a través de varias especificaciones con *dummies* regionales<sup>14</sup>, que entran en el modelo a través de una variable de interacción con nuestro indicador de remesas (panel 1<sup>15</sup>). De este modo, intentamos identificar regiones donde la relación entre remesas y la variable de crisis sea significativa. Estas nuevas especificaciones mantienen los resultados obtenidos con respecto a CAGDP y STD (ambos positivos y significativos). Tampoco aparecen cambios con respecto a la variable de remesas, que sigue sin resultar significativa en ninguna de nuestras estimaciones. Pero por el contrario, el coeficiente de interacción entre remesas y la *dummy* latinoamericana es el único que resulta negativo y significativo. Así, obtenemos un primer indicio de un papel estabilizador de las remesas sobre el balance de cuenta corriente en países latinoamericanos.

El uso e interpretación de términos de interacción en modelos no lineales presenta varios problemas de consistencia<sup>16</sup>, por lo que decidimos adoptar un ejercicio alternativo en el que, en lugar de incluir este tipo de variables, estimamos nuestro modelo de referencia sobre sub-muestras regionales (panel 2). Opción que depara esencialmente los mismos resultados: sólo en el caso de la muestra con países latinoamericanos, encontramos un coeficiente negativo y significativo en nuestra variable de remesas.

## Consideraciones adicionales

La anterior evidencia debe ser tomada con cautela, ya que varios ejercicios de robustez estadística no son explorados en este análisis. Este puede ser el caso de posibles sesgos por endogeneidad que no sean corregidos al retardar las variables explicativas un año. Situación que podría emerger, por ejemplo, si los emisores de remesas fueran lo bastante previsores como para anticipar en más de un año la llegada de crisis, e incrementar su transferencia de remesas con mayor antelación. Teniendo en cuenta que la literatura empírica ha considerado varios regresores no incluidos en este ejercicio, otra posible fuente de sesgos vendría dada por variables omi-

<sup>13</sup> Las dos variables son significativas al 5% de confianza, con signo positivo. Por otro lado, y a diferencia de los resultados obtenidos por Edwards (2004), el porcentaje de deuda externa sobre deuda total no resulta significativa en ninguna de nuestras estimaciones.

<sup>14</sup> Consideramos las siguientes áreas geográficas: África Subsahariana, América Latina, Asia-Pacífico, Europa oriental, y Oriente Medio y Magreb.

<sup>15</sup> Con África Sub-sahariana como grupo de control.

<sup>16</sup> Chunrong y Norton (2002) ofrecen un análisis detallado de los problemas derivados del uso de términos de interacción en modelos Probit.

## Modelo base: Variables explicativas

| nombre | variable  | Signo esperado |
|--------|---|----------------|
| CAGDP  | Saldo de cuenta corriente sobre PIB (%)                       | +              |
| STD    | Porcentaje de deuda a corto sobre deuda a largo plazo (%)     | +              |
| GDPCAP | PIB per cápita en el primer año de la muestra (\$ constantes) | -              |
| OPEN   | Apertura comercial  | -              |
| EXTD   | Porcentaje de deuda externa sobre deuda total                 | +              |
| RES    | Stock de reservas sobre PIB (%)                               | -              |

## Países incluidos en la muestra

(por áreas geográficas)

|                        |   |
|------------------------|---|
| África Subsahariana    | Angola, Burundi, Benin, Botswana, Cabo Verde, Camerún, Congo (Rep.), Costa de Marfil, Etiopía, Gabón, Gambia, Ghana, Guinea, Kenia, Liberia, Lesotho, Madagascar, Mauritania, Mozambique, Nigeria Senegal, Sudáfrica, Tanzania, Zambia, Zimbabwe. |
| Asia-Pacífico          | Camboya, China, Filipinas, Indonesia, Laos, Malasia, Papua Nueva Guinea, Tailandia.   |
| Asia-Sur               | Bangla Desh, India, Maldivas, Nepal, Pakistán, Sri Lanka.   |
| América Latina         | Argentina, Belice, Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, Ecuador, Guatemala, Haití, Honduras, Jamaica, México, Nicaragua, Panamá, Paraguay, Perú, República Dominicana, El Salvador, Venezuela.   |
| Europa Oriental        | Albania, Armenia, Bielorrusia, Rep. Checa, Eslovaquia, Estonia Georgia, Croacia, Hungría, Kazakhstan, Letonia, Lituania, Polonia, Rusia, Turquía, Ucrania.  |
| Oriente Medio y Magreb | Argelia, Egipto, Jordania, Líbano, Libia, Marruecos, Omán, Siria, Túnez, Yemen.   |

**Panel 1:**  
**coeficiente del término de interacción**  
 (remesas x dummy regional)

|  |         |
|--|---------|
| Asia-Pacífico                                | -0.78 ^ |
| Asia-Sur                                     | -4.47 ^ |
| América Latina                               | -5.55** |
| Europa Oriental                              | 1.49 ^  |
| Oriente Medio y Magreb                       | 2.96 ^  |
| ** significativo al 5% de nivel de confianza |         |
| ^ no significativo                           |         |

**Panel 2 (submuestras regionales):**  
**coeficiente de la variable de remesas**  
 (REMGDP)

|  |         |
|--|---------|
| África subsahariana                          | 0.28 ^  |
| Asia-Pacífico                                | 3.49 ^  |
| Asia-Sur                                     | 4.59 ^  |
| América Latina                               | -5.62** |
| Europa Oriental                              | -3.89 ^ |
| Oriente Medio y Magreb                       | 0.61 ^  |
| ** significativo al 5% de nivel de confianza |         |
| ^ no significativo                           |         |

tidas que estén correlacionadas con nuestra variable de interacción, y que contribuyan a una relación espuria entre ésta y la variable dependiente.

Por otro lado, la circunscripción de efectos significativos al ámbito latinoamericano puede responder a la existencia de efectos de umbral en este papel estabilizador de las remesas. En nuestra muestra, Latinoamérica concentra el mayor número de países con porcentajes elevados de remesas sobre PIB. Pero incluso en este supuesto, nuestros resultados apuntarían a que las transferencias de remesas pueden convertirse, a partir de cierto nivel, en un eficaz remedio contra la aparición de crisis de sostenibilidad de cuenta corriente. Constituyendo de este modo un beneficio añadido a aquellos que, en materia de pobreza, desigualdad, o inversión en capital humano y físico han sido identificados por la literatura.

## Referencias

- CHUNRONG, Ai y NORTON, Edward (2003): "Interaction Terms in Logit and Probit Models". *Economic Letters* 80, 123-129.
- EDWARDS, Sebastian (2004): "Financial Openness, Sudden Stops and Current Account Reversals". National Bureau of Economic Research. Working paper 10277.
- MILESI-FERRETI, Gian Maria y RAZIN, Assaf (1999): "Current Account Reversals and Currency Crises". NBER conference on Currency Crises.
- RAPOPORT, Hillel y DOCQUIER, Frédéric (2005): "The Economics of Migrants' Remittances". Institute for the Study of Labor (IZA). Discussion Paper no. 1531. Bonn, Alemania.

## Evaluación del impacto de las remesas sobre la inflación y respuestas de política económica

La llegada de importantes flujos de remesas a un buen número de países de América Latina ha abierto numerosos interrogantes en cuanto a sus efectos sociales y económicos. Los elementos de análisis son muy diversos y abarcan problemáticas de gran complejidad. En esta publicación hemos recogido ya alguno de estos aspectos, como la caracterización de los flujos humanos o la aproximación al efecto de las remesas sobre la competitividad. En esta ocasión buscamos evaluar el impacto que estos flujos están teniendo sobre la inflación y las respuestas de política económica que podrían darse.

### Los canales de transmisión

La recepción de remesas se encuentra recogida fundamentalmente dentro de los ingresos por transferencias corrientes en la balanza de pagos. Supone la entrada de moneda extranjera, incrementando las reservas internacionales del país. *Ceteris paribus*, este aumento del activo frente al resto del mundo se traduce en un incremento de la masa monetaria (M en la tabla adjunta). Sin embargo, la evolución final de esta variable dependerá de otros muchos factores, como la magnitud de otros flujos corrientes y financieros que ingresen reservas a la economía, del multiplicador bancario o de la aplicación de políticas de esterilización por parte del banco central.

Desde el punto de vista de la renta, la recepción de remesas aumenta las posibilidades de gasto de la economía. Si al PIB le sumamos el saldo de las balanzas de rentas y transferencias corrientes, tendremos como resultado la renta nacional bruta disponible (RNBD). Esta magnitud es de la que disponen los agentes económicos domésticos para consumir y ahorrar sobre la base de sus preferencias. Un mayor nivel de RNBD sobre PIB determina un mayor porcentaje del PIB destinado a consumo privado, en una relación que parece estabilizarse alcanzado un determinado valor de gasto.

De la conjugación de los elementos anteriores debemos partir para abordar la problemática del impacto de las remesas sobre la inflación. Un incremento elevado de la oferta monetaria no acompañado de crecimiento en la actividad real conduce a dinámicas inflacionistas y al endurecimiento de la política monetaria. Sin embargo, las medidas convencionales de contención del crecimiento de los precios podrían terminar teniendo un impacto negativo, tal y como veremos más adelante.

### Medición del impacto sobre la inflación

#### Metodología

En este apartado tratamos de evaluar el efecto que la entrada de remesas ha tenido sobre el incremento de los precios a través de la estimación de un sencillo modelo VAR. Consideramos dos variables endógenas, la RNBD y el índice de precios al consumo (IPC). La primera se corresponde con el valor real obtenido sobre la magnitud nominal de Contabilidad Nacional a través del deflactor del PIB. Las dos variables se incluyen en diferencias del logaritmo neperiano. Los datos son anuales y el VAR incorpora un retardo. Adicionalmente, para computar shocks externos que afecten a la dinámica doméstica de crecimiento incluimos como variables exógenas la variación en los términos de intercambio a precios internacionales (TINT) y la variación en el índice de tipo de cambio efectivo nominal (ITCEN) corregida por la inflación ponderada de los socios comerciales.

La evaluación del efecto inflacionista de las remesas resulta del modelo VAR bajo dos supuestos: a) la RNBD en términos reales es la observada b) la RNBD real es la observada corregida por las remesas recibidas. Se compara la evolución simulada de la inflación en am-

David Martínez Turégano

### Remesas en América Latina

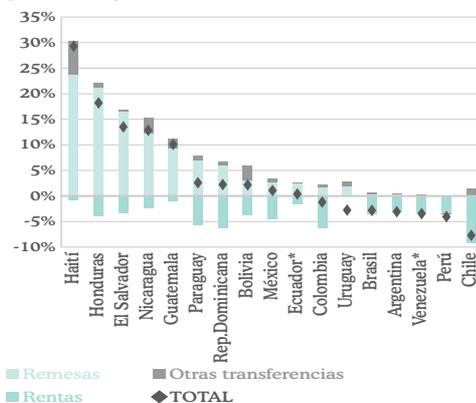
| País           | Período de de remesas incremento | Variación anual promedio |                |         |
|----------------|----------------------------------|--------------------------|----------------|---------|
|                |                                  | Remesas / PIB            | Reservas / PIB | M / PIB |
| Haití          | 1998-2003                        | 4,0                      | -0,9           | 3,3     |
| Honduras       | 1997-2005                        | 2,0                      | 2,4            | 2,4     |
| Guatemala      | 2001-2005                        | 1,3                      | 0,5            | 2,9     |
| Nicaragua      | 1992-2005                        | 0,9                      | 0,6            | 1,6     |
| Ecuador        | 1999-2005                        | 0,9                      | -0,2           | 0,5     |
| El Salvador    | 1992-2000*                       | 0,8                      | -0,5           | -1,2    |
| Rep.Dominicana | 1998-2003                        | 0,6                      | -0,1           | 2,2     |
| Colombia       | 2002-2005                        | 0,5                      | 0,7            | 0,8     |
| Bolivia        | 1995-2003**                      | 0,5                      | 0,7            | -2,8    |

Fuente: BBVA a partir de FMI

\*La crisis de 1999 distorsiona los datos de reservas y masa monetaria

\*\*La crisis de 2003 distorsiona los datos de reservas

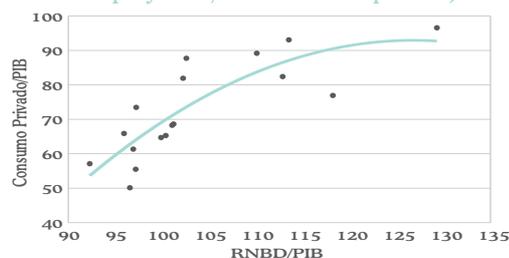
### Diferencia renta nacional bruta disponible y PIB (% del PIB; 2205\*)



Fuente: FMI; \*2004

### Proyectos de inversión nuevos

(en número proyectos, iniciados en el periodo)

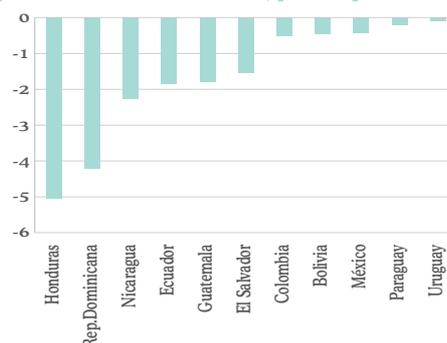


Fuente: FMI

\*Argentina, brasil, Chile, Rep. Dominicana, El Salvador, Haití, Guatemala, Honduras, México, Nicaragua, Perú y Uruguay; 2004 para Paraguay, Bolivia y Venezuela; 2003 para Colombia y Ecuador

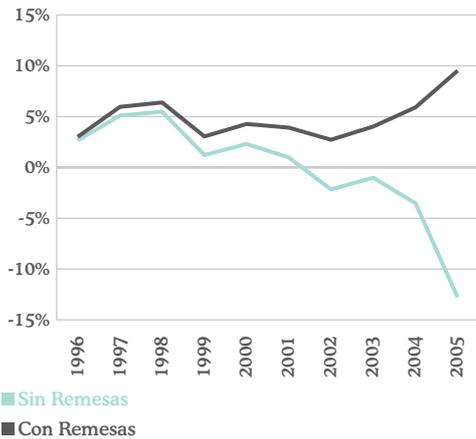
### Diferencia entre crecimiento de RNBD real sin y con remesas

(promedio anual 1996-2005; puntos porcentuales)



Fuente: BBVA a partir de FMI

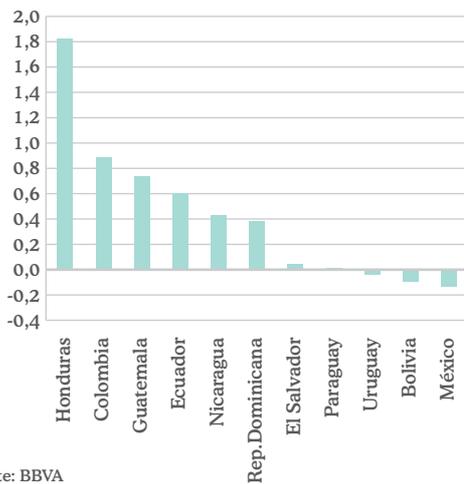
## Tasa de crecimiento real de la RNBD en Honduras



Fuente: BBVA a partir de FMI

## Estimación del efecto inflacionista de las remesas

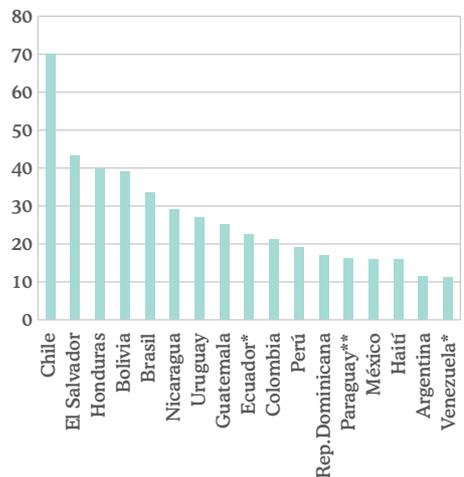
(promedio anual 1996-2005; puntos porcentuales)



Fuente: BBVA

## Crédito doméstico al sector privado

(% PIB; 2005)



Fuente: FMI; \*2004; \*\*2003

bos contextos para los siguientes países con flujos significativos de remesas en los últimos años: Bolivia, Colombia, República Dominicana, Ecuador, El Salvador, Guatemala, Honduras, México, Nicaragua, Paraguay y Uruguay. Los datos son anuales en todos los casos y cubren generalmente la muestra 1980-2005.

Aunque la metodología es susceptible de ser criticada, los resultados ofrecen una primera aproximación a la medición del impacto de las remesas sobre la inflación. En estos resultados habría que tener en cuenta la existencia de un posible efecto sustitución de renta salarial o empresarial por los ingresos de remesas. Podría ser el caso de Honduras, donde la diferencia en el crecimiento entre la RNBD real con o sin remesas ha sido considerable desde principios de la actual década, registrando incluso la segunda variaciones negativas. Esta circunstancia, dada la metodología empleada, sesga el resultado a un mayor diferencial de inflación entre ambos escenarios.

### Resultados

La evaluación cuantitativa probablemente no ofrece señales certeras en términos brutos, pero sí cuando se establecen comparaciones entre las diferentes economías. En este sentido, el país donde se ha observado mayor incidencia de este fenómeno ha sido Honduras, seguido de Colombia, Guatemala, Ecuador, Nicaragua y República Dominicana. Por el contrario, el impacto habría sido prácticamente nulo en Bolivia, El Salvador, México, Paraguay y Uruguay. Todo ello con la salvaguarda comentada anteriormente en torno al efecto sustitución en algunos países.

En cualquier caso, el impacto inflacionista de las remesas parece claro en aquellos países donde estos flujos tienen un peso específico significativo y podría tenerlo en otros donde el fenómeno es creciente. El canal de transmisión a través de la renta disponible es claro y viene explicado fundamentalmente por los segmentos de población que reciben estos recursos, con alta propensión marginal a consumir y con restricciones financieras para repartir el consumo en el tiempo.

### Implicaciones de política económica

El impacto de las remesas sobre la dinámica inflacionista que observamos en algunos países de América Latina requiere una respuesta de los instrumentos de política económica. El objetivo es en realidad doble, ya que por un lado se trataría de consolidar el control de la estabilidad de precios en el corto y medio plazo y por otro contribuir a que los recursos recibidos se destinen a proyectos con efecto multiplicador a largo plazo y no sólo a gasto directo de las familias.

La alternativa inicial relacionada con el primer aspecto que cabría plantearse es una acción restrictiva de política monetaria, canalizada a través de la emisión de títulos públicos para esterilizar la entrada de reservas, de una subida del tipo de interés de referencia o de un incremento del encaje bancario sobre los depósitos. Todas estas medidas contribuirían a contener el impulso de la demanda, pero para ello es necesario que el canal bancario funcione correctamente. Sin embargo, los niveles de bancarización de la población son bajos, por lo que la efectividad de la medida para limitar el consumo puede ser reducida. Por el contrario, el mayor impacto podría ser sobre la inversión, ya que son las empresas el segmento con mayor endeudamiento bancario y, por tanto, las que sufrirían un aumento del coste de financiación o la restricción crediticia derivada de la colocación de títulos públicos en el sistema bancario o del aumento del encaje.

En materia fiscal, el análisis está condicionado por los bajos niveles de tributación directa, ya que la falta de control sobre los ingresos de la población impide que puedan adoptarse medidas que premien el ahorro de las remesas sobre la inversión y que incentiven el trabajo en la elección de los perceptores de estas transferencias. A expensas de una reforma de la tributación directa, quedaría mayor espacio

de acción sobre las figuras impositivas indirectas. La subida de impuestos sobre los bienes de consumo podría ser una opción, pero podría suponer una medida desigual en aquellos países donde existe un porcentaje elevado de familias de bajos ingresos que no reciben remesas.

Otra medida de política económica que podría formar parte del debate sería la imposición de una tasa a la entrada de estos flujos. Aquí hay que tener en cuenta que el efecto deseado no es realmente disuadir la llegada de estos recursos, que mejoran la posición de solvencia externa agregada de la economía, sino lograr canalizarlos a fines más productivos que no generen dinámicas inflacionistas.

En este contexto complejo, caracterizado por la debilidad del canal bancario de la política monetaria, la evasión de tributación directa y el deseo de no disuadir la entrada de remesas, es necesario acudir, al menos hasta que los dos primeros obstáculos puedan reducirse, a soluciones más imaginativas. Como se mencionaba anteriormente, la clave está en encontrar los incentivos adecuados, tanto para que las familias receptoras de remesas no se excluyan de la oferta de trabajo como para que estas mismas unidades de gasto destinen un mayor porcentaje de sus recursos al ahorro.

Podría por tanto tratarse de implementarse de una tasa con fin social, entendido como el destino de un porcentaje del valor de las remesas a la realización de obras o servicios públicos de beneficio común. Un mayor incentivo se conseguiría si el proyecto público estuviera circunscrito a la región de la familia receptora, aunque el Gobierno enfrentaría el reto de no generar distorsiones regionales en la distribución de la renta nacional. A este respecto, contar con un sistema tributario eficiente ayudaría enormemente.

## Conclusiones

Dentro de un contexto donde determinados flujos migratorios están alcanzando volúmenes significativos, el envío de recursos de los que han tenido que emigrar está en considerable aumento. Si bien supone un esfuerzo económico para la mano de obra remitente, el resultado final ofrece claramente una suma positiva, ya que la utilidad de las remesas para los receptores es muy superior al coste para la contraparte.

Sin embargo, la llegada de remesas, supone también retos de gran interés y dificultad en la gestión de políticas económicas. El incremento directo en la renta del país es de gran magnitud en algunos casos, lo que está suponiendo tensiones de demanda y de inflación. Aunque en algunas economías podrían estar dándose un efecto sustitución entre estos flujos externos y las rentas salariales domésticas, parece claro que las remesas requieren vigilancia y seguimiento de su impacto en la evolución de los precios.

En esta situación, las soluciones idóneas podrían no estar en el manejo tradicional de la política monetaria, sino en mecanismos nuevos que permitan canalizar las remesas a actividades productivas, consiguiendo el doble objetivo de mantener la inflación bajo control e impulsar el crecimiento de largo plazo. Algunas experiencias en este sentido han demostrado un relativo éxito a pequeña escala, aunque el reto es extenderlas al conjunto de las economías, considerando siempre las especificidades locales.

## Acuerdos de libre comercio firmados por Estados Unidos (EE.UU.)

| País socio     | Fecha de suscripción | Fecha de entrada en vigor | Cuota de exportación (2006*) |                      |
|----------------|----------------------|---------------------------|------------------------------|----------------------|
|                |                      |                           | EE.UU. (Socio/Total)         | Socio (EE.UU./Total) |
| Israel         | abri-85              | sept-85                   | 1,1%                         | 36%                  |
| Canadá         | dici-92              | ener-94                   | 22,2%                        | 82%                  |
| México         | dici-92              | ener-94                   | 12,9%                        | 85%                  |
| Jordania       | octu-00              | dici-01                   | 0,1%                         | 25%                  |
| Singapur       | mayo-03              | ener-04                   | 2,4%                         | 10%                  |
| Chile          | juni-03              | ener-04                   | 0,7%                         | 16%                  |
| Australia      | mayo-04              | ener-05                   | 1,7%                         | 7%                   |
| Marruecos      | juni-04              | ener-06                   | 0,1%                         | 2%                   |
| El Salvador    | agos-04              | marz-06                   | 0,2%                         | 23%                  |
| Nicaragua      | agos-04              | abri-06                   | 0,1%                         | 35%                  |
| Honduras       | agos-04              | abri-06                   | 0,4%                         | 35%                  |
| Guatemala      | agos-04              | juni-06                   | 0,3%                         | 50%                  |
| Rep.Dominicana | agos-04              | marz-07                   | 0,5%                         | 40%                  |
| Bahrain        | sept-04              | ener-06                   | 0,0%                         | 2%                   |
| Costa Rica     | agos-04              | pendiente                 | 0,4%                         | 36%                  |
| Perú           | abri-06              | pendiente                 | 0,3%                         | 24%                  |
| Omán           | sept-06              | pendiente                 | 0,1%                         | 1%                   |
| Colombia       | novi-06              | pendiente                 | 0,6%                         | 41%                  |
| Corea del Sur  | juni-07              | pendiente                 | 3,1%                         | 13%                  |
| Panamá         | juni-07              | pendiente                 | 0,3%                         | 39%                  |
| TOTAL          |                      |                           | 47,5%                        |                      |

Fuente: [www.sice.oas.org](http://www.sice.oas.org) y COMTRADE (Naciones Unidas)

\* Último dato disponible

## Diagnóstico sobre tratados de libre comercio en América Latina

Los procesos de integración comercial en América Latina continúan desarrollándose en direcciones divergentes, o al menos faltos de un eje vertebrador homogéneo. Tal y como exponíamos el año pasado<sup>1</sup>, existen en la región dos corrientes diferenciadas. Por un lado, hay un grupo de países partidario de establecer un marco integrador para el conjunto de la región, crítico con el acercamiento de Estados Unidos, y por otro lado están las economías que han apostado por los tratados bilaterales. Dada la ausencia de una agenda transparente en el primer caso y la contemporaneidad de los procesos en el segundo, realizamos en este artículo una revisión de los tratados de libre comercio en la región. Partiendo de las actuales negociaciones en diferentes países y analizando los resultados alcanzados por los que se encuentran en vigor desde hace unos años, concluiremos con una valoración de lo que cabe esperar en materia de integración comercial en el futuro.

### Impulso a los acuerdos bilaterales

Durante los últimos años, Estados Unidos, ante la falta de progreso en iniciativas multilaterales, ha intensificado la política de firma de acuerdos bilaterales con diferentes países en América Latina. En 2004 entró en vigor el TLC con Chile, mientras que la firma con Centroamérica y República Dominicana (CAFTA en sus siglas en inglés) tuvo lugar el año pasado en Honduras, Nicaragua y Guatemala, y en marzo de 2007 se firmó en el país caribeño. En octubre de este año ha sido sometido a referéndum en Costa Rica, y ha recibido el apoyo del 51,6% de los votos. En 2006 EE.UU. firmó también un TLC con Colombia y Perú y en junio de 2007 con Panamá, ninguno de los cuales está todavía en vigor. Por su parte, las negociaciones con Bolivia y Ecuador quedaron interrumpidas el pasado año, aunque en este último país podría avanzarse en el futuro. Vamos a centrarnos a continuación en los casos de Perú y Colombia.

En Perú se está cerca de cerrar definitivamente el acuerdo que fue firmado en diciembre de 2005. Desde entonces surgieron dificultades que fueron retrasando su entrada en vigor<sup>2</sup>. Primero, las protestas en el país andino y las elecciones generales en abril de 2006 postergaron la aprobación del congreso peruano. Después, el cambio de mayorías en el Senado y Congreso estadounidenses determinó mayores exigencias en materia laboral y sanitaria, que fueron ratificadas en mayo de este año por el congreso peruano. La versión definitiva del TLC fue aprobada por éste a finales de junio pasado y en septiembre se espera que el congreso de Washington de el visto bueno a las modificaciones introducidas. Hasta ese momento estarán en vigencia las ventajas comerciales concedidas unilateralmente por Estados Unidos bajo Ley de Promoción Comercial Andina y Erradicación de Drogas (ATPDEA en sus siglas en inglés), que ha sido prorrogada hasta febrero de 2008.

En Colombia la situación no es tan optimista. Las negociaciones con Estados Unidos concluyeron en febrero de 2006, en un episodio que sirvió de detonante para la salida de Venezuela de la Comunidad Andina. Sin embargo, y a pesar de la firma del documento en noviembre pasado y la ratificación en el congreso colombiano en junio de este año, la nueva mayoría demócrata en los órganos legislativos en Estados Unidos, el llamado "escándalo de la parapolítica" que ha salpicado directamente al presidente Uribe y la cercanía de las elecciones legislativas en Colombia, han tornado débiles las perspectivas de aprobación definitiva en 2007. Todo ello a pesar de la excelente relación de los máximos mandatarios de ambos países y de los numerosos encuentros de

<sup>1</sup> "Polarización de políticas comerciales". Latin Watch. Segundo Trimestre de 2006. [http://serviciodeestudios.bbva.com/TLBB/fbin/LW\\_2T06\\_esp\\_tcm208-80338.pdf](http://serviciodeestudios.bbva.com/TLBB/fbin/LW_2T06_esp_tcm208-80338.pdf)

<sup>2</sup> Ver detalle en "El TLC con EE.UU. y sus implicancias económicas". Economic Watch. 14/05/2007. [http://serviciodeestudios.bbva.com/TLBB/fbin/AMPE\\_070514\\_EconomicWatchPeru\\_23\\_tcm208-93957.pdf](http://serviciodeestudios.bbva.com/TLBB/fbin/AMPE_070514_EconomicWatchPeru_23_tcm208-93957.pdf)

Uribe con congresistas estadounidenses, que mantienen fuertes exigencias en materia de derechos humanos y que anunciaron el rechazo al TLC hace unos meses.

### Perspectivas: la experiencia mexicana

La firma de tratados bilaterales de comercio no es una experiencia nueva en América Latina, ya que durante más de una década se han cerrado acuerdos similares, fundamentalmente impulsados por Chile y México<sup>3</sup>. La relevancia actual viene dada por la reducida participación de la región en el comercio mundial y la fuerte competencia de otras economías emergentes, especialmente asiáticas, en el principal mercado de destino de productos latinoamericanos, Estados Unidos. La pregunta que surge inmediatamente en este contexto es si la firma de un TLC es la mejor solución para las economías latinoamericanas.

El referente inmediato que surge es la evidencia que pueden aportar otras experiencias. En este sentido, resulta paradigmático el caso del TLC firmado en 1992 por México con Canadá y Estados Unidos y que entró en vigor en enero de 1994 (NAFTA en sus siglas en inglés). El país latinoamericano había iniciado a mediados de los ochenta un proceso unilateral de apertura comercial, pero el verdadero impulso vino de la mano de este tratado. De acuerdo a las estimaciones realizadas por el Banco Mundial<sup>4</sup>, el NAFTA habría contribuido al incremento del 25% en las exportaciones no petroleras, principalmente manufacturas, y un 40% en la inversión extranjera directa. Sin embargo, esta evolución no respondió únicamente al desarme arancelario, sino que fue el resultado de la buena posición cíclica de Estados Unidos, de la modernización de la industria, del fortalecimiento del marco institucional y de la aplicación paralela de políticas responsables en materia fiscal y monetaria. Esta misma lección aplica en la actualidad, cuando la ausencia de necesarias reformas en el ámbito energético, laboral y fiscal está estrechando el margen de ganancias del NAFTA.

Para los diferentes países que se encuentran en negociaciones actualmente se han realizado cálculos del posible impacto de la entrada en vigor del TLC. En el caso de Perú, se estima que elevará el crecimiento del PIB en 0,6 puntos durante los primeros cinco años, que generará un incremento permanente del producto del 3,3% y que se crearán más de 30.000 puestos de trabajo<sup>5</sup>. Por su parte, un estudio publicado por el Banco de la República de Colombia señala que en los tres años siguientes a la entrada en vigor del tratado, el comercio global aumentaría un punto adicional del PIB y el doble con Estados Unidos, mientras que la inversión extranjera directa acumularía más de 2.000 millones de dólares<sup>6</sup>.

Los pronósticos anteriores son sin duda alentadores y parece bien demostrado a lo largo de la historia que el comercio ha sido un vía positiva de crecimiento para muchas áreas económicas. Sin embargo, el pensamiento complaciente de que un TLC es la panacea para superar los problemas de inserción y competencia internacional, resulta hoy en día tan ingenuo como peligroso.

### El futuro del TLC como estrategia en la región

Existen profundos problemas para avanzar de forma exitosa en las rondas multilaterales bajo el paraguas de la Organización Mundial de Comercio (OMC), por lo que las economías continuarán buscando espacios en acuerdos menos y ambiciosos pero con beneficios más in-

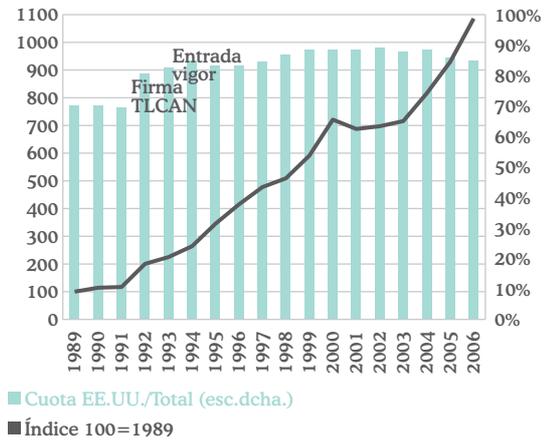
<sup>3</sup> Chile tiene firmado un TLC con MERCOSUR, Canadá, México, Costa Rica y El Salvador, Estados Unidos, Corea del Sur, EFTA y China, al tiempo que están pendientes de aprobación los correspondientes con Japón, Panamá, Perú y Colombia. Por su parte, México tiene firmado un TLC con Canadá y Estados Unidos, Colombia y Venezuela, Costa Rica, Bolivia, Nicaragua, Chile, Unión Europea, Israel, Honduras, El Salvador y Guatemala, EFTA, Uruguay y Japón.

<sup>4</sup> Lederman, D., Maloney, W.F. y Luis Servén (2003). "Lessons from NAFTA for Latin American and Caribbean (LAC) Countries: A Summary of Research Findings". Banco Mundial.

<sup>5</sup> Ver documento citado en la Nota 2 para referencias.

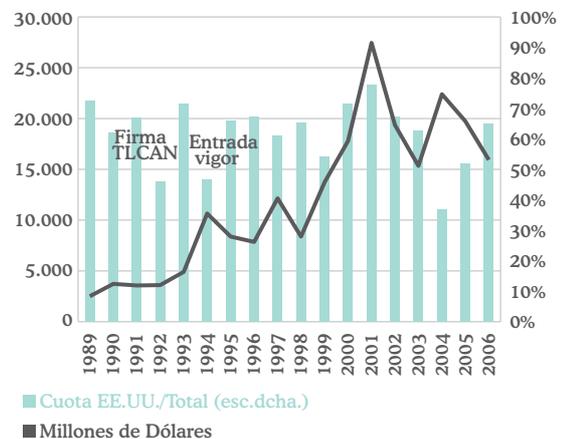
<sup>6</sup> Toro, J., Alonso, G., Esguerra, P., Garrido, D., Iregui, A.M., Montes, E. y Juan Mauricio Ramírez (2006). "El impacto del Tratado de Libre Comercio (TLC) con Estados Unidos en la balanza de pagos hasta 2010". Banco de la República.

### Exportaciones de México



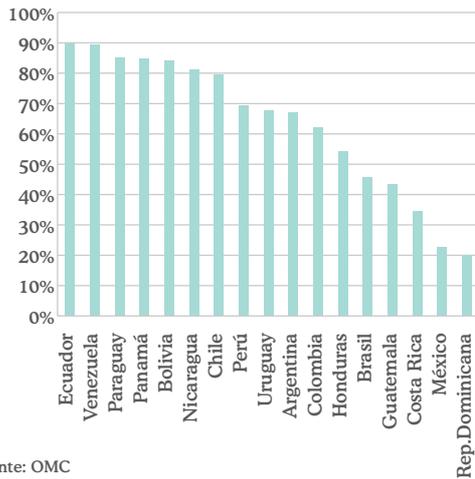
Fuente: COMTRADE (Naciones Unidas)

### Inversión extranjera directa en México



Fuente: INEGI; \*cambio metodológico

## Exportaciones de productos agrícolas, energéticos y mineros (2005)



Fuente: OMC

mediatos. La firma de un TLC sigue siendo una buena alternativa para fomentar las exportaciones y la competencia interna, pero debe acompañarse de reformas que permitan a la economía ganar en estabilidad y eficiencia. Los avances de los últimos años en América Latina están en la buena senda, pero hay que consolidar estos logros y abordar nuevas iniciativas.

A este marco general hay que sumar los acontecimientos en Estados Unidos durante el último año, que se han convertido en elementos a considerar para evaluar las tendencias de integración comercial en la región. La posición de mayoría en el poder legislativo del partido demócrata, más sensible a los efectos domésticos de la firma de tratados de libre comercio, y el fin del poder presidencial para negociar tratados por la vía rápida han modificado el marco de actuación. Este escenario, que podría reforzarse si los demócratas consiguen la victoria en las elecciones presidenciales de 2009, no es sinónimo, sin embargo, del abandono del TLC como vía de apertura comercial para las economías en América Latina. Es cierto que mantienen altos niveles de exigencia en materia laboral, ambiental, derechos humanos y barreras no arancelarias, pero no existe una posición frontal al libre comercio. Además, buena parte de estos condicionantes no pueden sino redundar en estímulos positivos para la mejora del funcionamiento de los mercados domésticos.

En el lado positivo es conveniente añadir que la región no se está jugando todo a la carta de Estados Unidos. La firma de acuerdos bilaterales, ya sea un TLC, un acuerdo marco o un acuerdo de alcance parcial, se está haciendo extensiva a otras áreas económicas de relevancia mundial, como la Unión Europea y Asia, y también se está empleando como canal de integración comercial entre países latinoamericanos. Ejemplos de ello son, respectivamente, el TLC suscrito por Perú y Tailandia en noviembre de 2005 y el firmado por Chile y Colombia a finales del pasado año<sup>7</sup>.

En cualquier caso, el proceso de apertura comercial, tanto por iniciativa unilateral como a través de acuerdos con otros países, y la recién citada estrategia de diversificación geográfica permitirán a América Latina un mayor blindaje frente a shocks externos y un incremento de la competencia en el sector de bienes comercializables. Sin embargo, persiste el interrogante acerca de cómo gestionar la especialización de sus economías en materias primas. De acuerdo a la evolución histórica de los precios reales de estos productos de exportación, las perspectivas no son favorables, pero la conclusión negativa podría resultar algo acelerada. Por un lado, está por ver si la eclosión de Asia y su fuerte desarrollo no constituyen un salto estructural en la demanda de materias primas, limitando los ciclos en el precio. Y por otro lado, la producción agrícola, energética y metalúrgica no termina en la venta del producto, sino que puede encontrar una cadena de valor que incremente la renta nacional. Si consigue alcanzarse este estadio de diferenciación, la falta actual de comercio intrarregional e integración en América Latina puede dejar de ser una preocupación en el futuro. Hasta entonces, y ante la ausencia de acuerdo multilateral, la estrategia de firmar un TLC con mercados complementarios y dinámicos resulta la mejor opción.

<sup>7</sup> Todos los acuerdos vigentes y pendientes en América Latina pueden consultarse por países en: [http://www.sice.oas.org/countries\\_s.asp](http://www.sice.oas.org/countries_s.asp).

## Inflación y política monetaria

En la última década la mayoría de los países en LATAM han adoptado una estrategia de política monetaria cuyo principal objetivo es mantener estabilidad de precios. La reciente subida de los precios de materias primas y bienes agrícolas, como el maíz, el trigo y el petróleo está afectando principalmente a la partida de alimentos de la cesta de la compra y es posible que se traslade a otros componentes del índice, poniendo en peligro el logro del objetivo de inflación establecido. En algunos países como México y Colombia se han sobrepasado las metas de inflación.

El traslado de este choque al resto de precios está sujeto principalmente al impacto que pueda tener sobre los costes marginales. La traslación de los mismos a los precios finales sólo puede verse compensada si se producen aumentos en la productividad o si las empresas reducen los márgenes de beneficio. Otros factores que determinan el impacto sobre los precios finales son el grado de traslación de movimientos de tipo de cambio, la apertura comercial y el grado de dolarización.

Los recientes hechos hacen cuestionarse si la subida de los precios de alimentos es de carácter transitorio o si por el contrario, la tendencia alcista se mantendrá durante un período de tiempo prolongado. Las dudas se centran en qué pueden hacer las autoridades monetarias ante estos choques.

### Los precios de las materias primas continúan al alza

El aumento de la demanda de productos agrícolas para ser utilizados como bio-combustibles ha presionado al alza los precios del maíz y trigo principalmente. La demanda de tierra agrícola para producir maíz y trigo como "input" para producir etanol se ha disparado en el último año. El uso de bio-combustibles como fuente de energía se presenta como alternativa al petróleo, al ser menos contaminante, y en virtud de las dudas sobre la oferta de petróleo en las próximas décadas. El uso de etanol es, de momento, limitado pero se espera que aumente sustancialmente en los próximos años cuando comience a implementarse la segunda generación de etanoles. De momento, la reducción de la emisión de CO2 es limitada y un reciente informe de la OECD advierte que los subsidios que algunos países están otorgando para fomentar el uso de bio-diesel está provocando distorsiones en los mercados. A pesar de esto, se espera que el alza de precios de estos bienes agrícolas continúe en los próximos años.

El incremento de precios de los bienes agrícolas tiene un impacto directo sobre los consumidores y sobre los costes marginales de producción generándose un 'cost push'. La traslación que este choque pueda tener sobre los precios finales depende principalmente de la estructura económica de cada país y de la existencia de otras fuerzas que puedan estar contrarrestando el efecto negativo.

La inflación en la región se ha mantenido relativamente controlada desde la implementación de políticas monetarias anti-inflacionarias. Algunos países como Brasil y Colombia, han vivido episodios de fuertes desviaciones respecto al objetivo aunque esto no les ha llevado a abandonar esta estrategia.

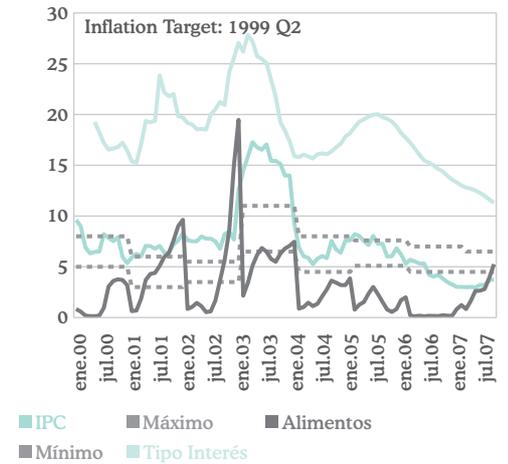
### ¿Qué debe hacer la autoridad monetaria?

A pesar de las presiones inflacionistas y de aproximarse a la tasa de inflación objetivo establecida, la mayoría de las autoridades monetarias han mantenido los tipos de intervención sin cambios. En Colombia el actual objetivo de inflación se establece para 2007 entre 3,5% y 4,5%, la inflación acumulada en lo que va de año ha alcanzado aproximadamente un 4,7%. En México la meta de inflación es del 3% y la acumulada se encuentra en 2,21% mientras que la interanual se ubica en 3,8%, algo similar ocurre en Chile y en Perú. Pero el componente de alimentos, bien por el frío que ha afectado a las cosechas o la reciente subida de los precios de bienes agrícolas también ha repuntado considerablemente en los últimos meses

Elvira Prades Illanes  
elvira.prades@grupobbva.com

### Brasil:

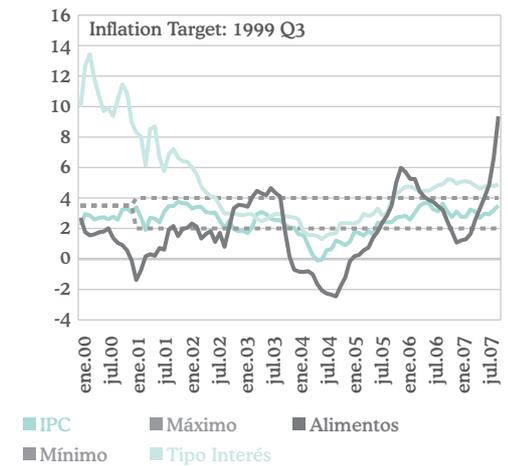
Tasas de inflación interanual (en %)



Fuente: FMI e Instituto Nacional de Estadística

### Chile:

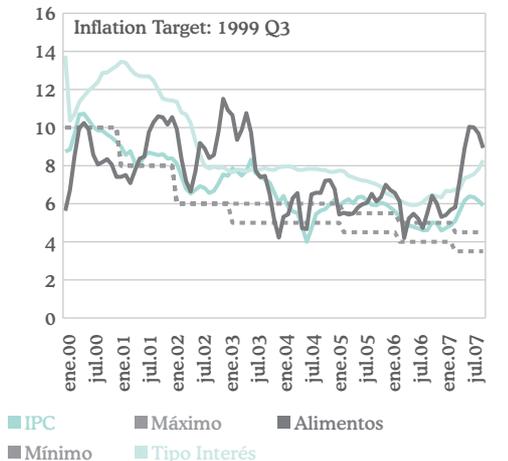
Tasas de inflación interanual (en %)



Fuente: FMI

### Colombia:

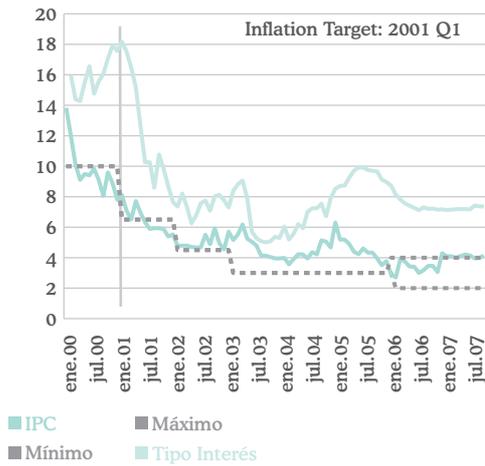
Tasas de inflación interanual (en %)



Fuente: FMI

**México:**

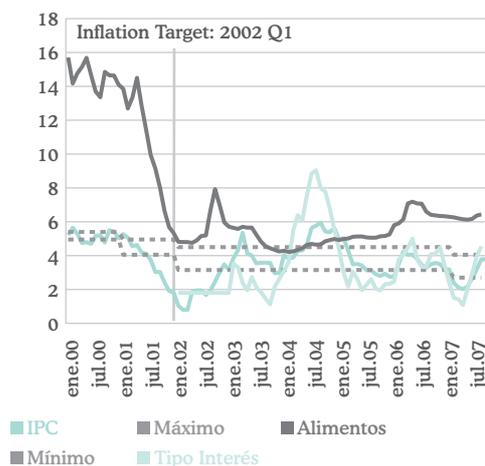
Tasas de inflación interanual (en %)



Fuente: FMI

**Perú:**

Tasas de inflación interanual (en %)



Fuente: FMI

**Expectativas de inflación en 2007**

|           | Previsión inflación |      |         |      | Cambio previsión |      |
|-----------|---------------------|------|---------|------|------------------|------|
|           | ener-07             |      | agos-07 |      | 2007             | 2008 |
|           | 2007                | 2008 | 2007    | 2008 |                  |      |
| ARGENTINA | 10,3                | 10,2 | 8,7     | 10,6 | -1,6             | 0,4  |
| BRAZIL    | 4,0                 | 4,1  | 3,6     | 3,8  | -0,4             | -0,3 |
| CHILE     | 2,9                 | 2,9  | 4,8     | 3,2  | 1,9              | 0,3  |
| COLOMBIA  | 4,1                 | 3,9  | 5,1     | 4,2  | 1,0              | 0,3  |
| MEXICO    | 3,5                 | 3,5  | 3,6     | 3,5  | 0,1              | 0,0  |
| PERU      | 2,0                 | 2,2  | 2,4     | 2,0  | 0,4              | -0,2 |
| VENEZUELA | 16,1                | 16,3 | 18,7    | 22,5 | 2,6              | 6,2  |

Fuente: Consensus Forecast (media)

y se espera que se traslade a otros componentes. En Brasil, uno de los países que más ha sufrido la fuerte demanda de productos agrícolas, la inflación general se ha mantenido controlada, incluso por debajo de las metas establecidas. Pero el componente de alimentos en agosto con respecto al mismo del año anterior alcanzó el 6,7%.

Las tensiones inflacionistas pueden tener diferentes orígenes y según su origen la receta por parte de las autoridades monetarias es distinta. Los factores que afectan la inflación se pueden agrupar bajo las siguientes categorías:

- factores externos: movimientos del tipo de cambio y variaciones de los precios de importación
- presión de demanda sobre la capacidad productiva
- choques de oferta,
- indicadores monetarios y financieros

En la mayoría de los países el repunte de los precios se debe a un choque de oferta, a excepción del caso colombiano donde el aumento de los precios es consecuencia de una mayor presión de la demanda interna. En el caso de Chile el incremento se debe principalmente a una mala climatología que ha afectado a las cosechas y por tanto ha reducido la oferta, así como al incremento de los precios internacionales de los cereales. Pero estos choques, a diferencia de los choques de demanda, provocan un cambio en los precios relativos y suelen tener carácter transitorio. Por lo que la autoridad monetaria debe simplemente dejar que los precios relativos se ajusten. Sólo en el caso de que el choque de oferta afecte a las expectativas de inflación, la autoridad debería llevar a cabo una política restrictiva.

**...las expectativas de inflación apenas han cambiado**

En la tabla vemos como las expectativas de inflación para finales de 2007 apenas han variado. Excepto en Chile y en Colombia donde las presiones inflacionistas tienen diversos orígenes que han aumentado en un 1.2 y un 0.9 respectivamente. El Banco Central de Chile ha elevado tipos hasta el 5.5% En el caso de Colombia el repunte de inflación se debe al impulso de la demanda, ha generado una fuerte presión sobre los precios. El Banco Central de Colombia ha subido los tipos de intervención 13 veces continuadas en el último año y medio. El Banco Central de México también ha subido tipos.

La contrapartida de las subidas de tipos es la atracción de flujos de capitales a la región, aunque a su vez pueden continuar las tensiones apreciadoras de los tipos de cambio. Brasil ha reducido el SELIC, debido principalmente a la apreciación del real como consecuencia de unos tipos de interés altos, que están atrayendo una fuerte entrada de capitales. El resto de bancos centrales ha mantenido los tipos de intervención sin cambios.

**... y algunos gobiernos han tomado medidas**

Con el fin de limitar el efecto negativo que puede tener el incremento de los precios sobre las rentas más bajas las medidas tomadas principalmente han sido de carácter gubernamental. En el caso de Perú se han eliminado aranceles en productos de primera necesidad para reducir los costes. México ha fijado precios del maíz. Estas medidas permiten mantener ancladas las expectativas de inflación, pero no pueden mantenerse durante un largo período de tiempo.

**Conclusión**

La reciente escalada de precios de los bienes agrícolas está afectando a la inflación de algunos países de la región. En principio al tratarse de un choque por el lado de la oferta, la actuación de las autoridades monetarias será limitada. Pero, todo dependerá de la transitoriedad del impacto que tenga sobre las expectativas de inflación que formen los agentes.

## Tipos de cambio y flujos de capital

Durante todo el año 2007 la mayoría de monedas de la región han vivido presiones apreciadoras frente al dólar. El peso colombiano y el real brasileño son las divisas que más se han apreciado, en lo que va de año han alcanzado una apreciación acumulada, hasta antes de las turbulencias financieras de agosto, de un 12% y un 10% respectivamente. El peso chileno y el Nuevo sol peruano lo han hecho de forma más moderada, entre 4% y 2%. Por el contrario, el peso mexicano y el peso argentino se han depreciado de forma moderada. En el caso de la divisa argentina las presiones apreciadoras se han visto controladas por las intervenciones de la autoridad monetaria.

Explicar y predecir los movimientos de tipos de cambio quizá sea una de las tareas más difíciles. Existen diversas teorías que explican movimientos a corto, medio y largo plazo. Entre los factores que determinan los tipos de cambio a medio plazo podemos destacar:

- Las posiciones de la balanza por cuenta corriente
- Los flujos financieros
- Los diferenciales de tipos de interés, y
- Las intervenciones por parte de la autoridad monetaria

La teoría de determinación de tipo de cambio de la balanza de pagos predice que en un país que tiene una cuenta corriente deficitaria su moneda tenderá a depreciarse, mientras que si tiene superávit persistente tenderá a apreciarse. Tras las crisis vividas a finales de los 90' y tras las paradas súbitas en las entradas de capital, muchas de las economías latinoamericanas que tenían cuentas corrientes deficitarias han pasado a tener un superávit. Se da relación de superávit y tendencia apreciadora en la mayoría de las economías (ver tabla).

Pero, la importancia que han adquirido los flujos financieros en esta última década, bien por la entrada de capitales en forma de inversión extranjera directa o la adquisición de activos como acciones o bonos, está teniendo un fuerte impacto sobre la demanda de divisas. El reciente repunte de la entrada de flujos de capitales en la región y el superávit por cuenta corriente de los últimos años ha incrementado la demanda de monedas domésticas.

La fuerte entrada de flujos financieros se debe principalmente a la estabilidad macroeconómica de la región. Pero también, los elevados tipos de interés han atraído la entrada de capital en operaciones de *carry trade*. En los gráficos de la derecha se puede observar como el saldo de la balanza de pagos, definido como la suma de la balanza por cuenta corriente y el saldo neto de entrada de IED y de operaciones en cartera, tiene un fuerte superávit y viene acompañado por una apreciación de la moneda doméstica en el caso de que las autoridades monetarias no intervengan frenando las presiones apreciadoras.

### Fuerte acumulación de reservas ...

El saldo positivo por balanza de pagos y las intervenciones en el mercado cambiario están provocando una fuerte acumulación de reservas en los países de la región y aún estando por debajo de lo que han acumulado algunos países asiáticos tanto en volumen como en porcentaje del PIB, este repunte lleva a plantearse cuáles son los motivos, cuál es el nivel óptimo de reservas y las posibles consecuencias macroeconómicas.

Recientes teorías abogan por lo que se denomina el *nuevo mercantilismo*<sup>1</sup>. Tras las paradas súbitas de capital que tuvieron lugar en los 90 las reservas se presentan como colchón financiero para ha-

<sup>1</sup> Durdu, C., Mendoza, E. Terrones, M. "Precautionary Demand for foreign assets in sudden stops economies: an assessment of the new mercantilism" NBER Working Paper 13123, May 2007

Elvira Prades Illanes  
elvira.prades@grupobbva.com

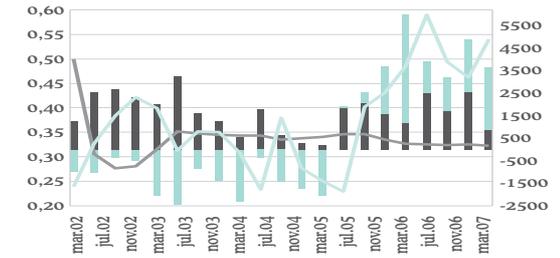
### Tipo de cambio bilateral moneda local vs. USD



Variación %, 3 enero 2006 - 22 octubre 2007  
Fuente: Bloomberg

### Argentina:

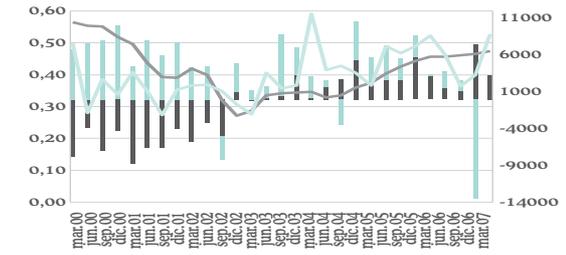
#### balanza de pagos y tipo de cambio bilateral



Fuente: FMI y Bloomberg

### Brasil:

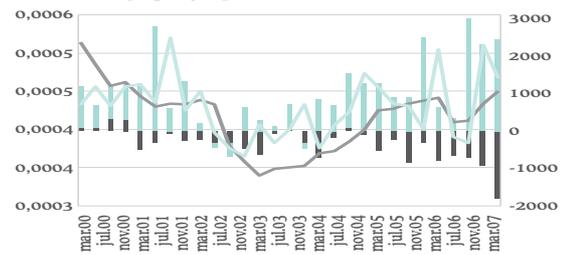
#### balanza de pagos y tipo de cambio bilateral



Fuente: FMI y Bloomberg

### Colombia:

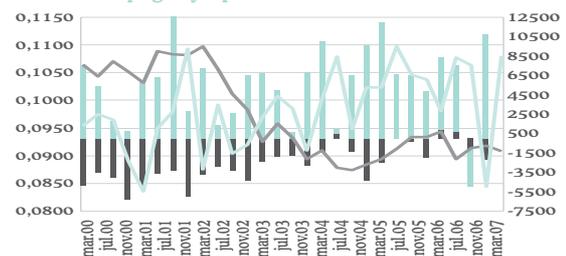
#### balanza de pagos y tipo de cambio bilateral



Fuente: FMI y Bloomberg

### México:

#### balanza de pagos y tipo de cambio bilateral



Fuente: FMI y Bloomberg

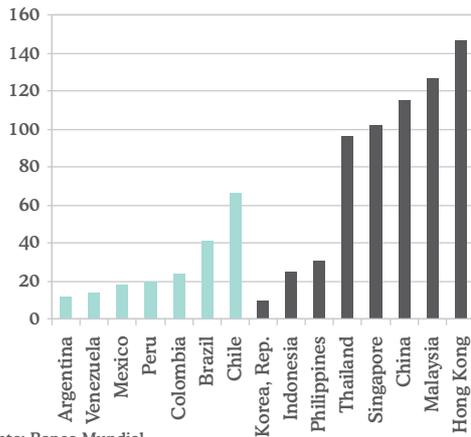
## Relación entre cuenta corriente tipo de cambio

|           | Cuenta corriente | Apreciación nominal vs. Dólar | intervención FX |
|-----------|------------------|-------------------------------|-----------------|
| Argentina | +                | no                            | sí              |
| Brasil    | +                | sí                            | sí              |
| Chile     | +                | sí                            |                 |
| Colombia  | -                | sí                            | sí              |
| Mexico    | -                | no                            |                 |
| Peru      | +                | sí                            |                 |
| Venezuela | +                | -                             |                 |

Fuente: elaboración propia

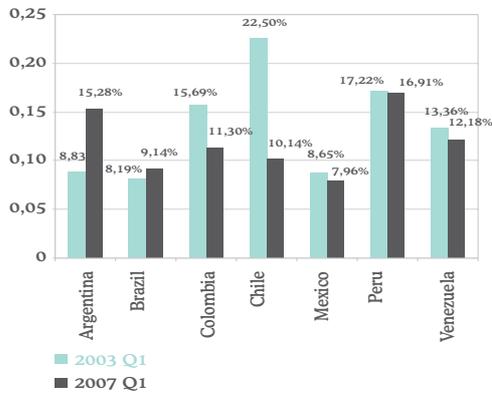
## Credito doméstico al sector privado

(% PIB)



Fuente: Banco Mundial

## Reservas en % del PIB



Fuente: FMI

## Variación de reservas y de tipo de cambio



Último dato disponible: Mayo 07  
Fuente: FMI y Bloomberg

cer frente a posibles crisis, la volatilidad de los flujos de capitales y protegerse de las fluctuaciones del ciclo económico. El bajo nivel de desarrollo financiero y su incapacidad para ofrecer vehículos de ahorro para poder hacer transferencias intertemporales de algunas economías también explicaría el hecho de que muchos países latinoamericanos se hayan convertido en países ahorradores netos. Una de las variables para medir el grado de desarrollo financiero es la evolución del crédito doméstico sobre el PIB. Podemos observar como en Latinoamérica este ratio no ha aumentado en la misma medida que ha ocurrido en países asiáticos, está muy por debajo de los porcentajes alcanzados por estos países.

La literatura ha intentado identificar cual es el nivel óptimo de reservas. Mantener reservas supone tanto un costo cuasi-fiscal como un coste de oportunidad. El coste cuasi-fiscal se estima como la diferencia entre la rentabilidad obtenida por los activos en reservas y la rentabilidad que tiene que pagar sobre el papel emitido, a que la autoridad monetaria con el fin de evitar tensiones inflacionistas tiene que drenar liquidez del sistema mediante la emisión de bonos.

La mayor parte de los países han aumentado sustancialmente su volumen de reservas, aunque comparado con el primer trimestre de 2003 las reservas en porcentaje del PIB han disminuido. Esto se debe principalmente a la recuperación del PIB tras las crisis, a un efecto denominador. Una excepción es **Argentina**, donde en el primer trimestre de 2007 las reservas han alcanzado el 15,3% del PIB. En su proceso de estabilizar el tipo de cambio y evitar las presiones apreciadoras, el Banco Central de la República ha intervenido en el mercado de cambios. Como podemos observar en el gráfico de dispersión, en los últimos 12 meses Argentina ha aumentado sus reservas en un 40% y el tipo de cambio respecto al dólar apenas ha variado. Por otro lado, **Brasil** ha sido la economía que más ha aumentado su volumen de reservas, donde a pesar de intervenciones puntuales en el mercado cambiario el Real Brasileño se ha apreciado considerablemente. Un reciente estudio estima que el nivel óptimo de reservas está en torno al 10% del PIB<sup>2</sup>. Según esta medida, los países de LATAM tienen sus reservas en torno a este valor, sin embargo, los países asiáticos están muy por encima de esta referencia. Otras medidas clásicas para evaluar la cantidad óptima de reservas son los ratios de reservas sobre importaciones, sobre deuda a corto plazo y sobre M2. En las economías de la región estos ratios han mejorado sensiblemente.

Sobre las posibles consecuencias económicas de esta acumulación de reservas cabe decir que por un lado se muestran como una garantía para poder hacer frente a posibles crisis y no padecer consecuencias tan negativas como las vividas a finales de los 90. Pero, por otro lado, suponen un desafío para las autoridades monetarias que deben de tener en cuenta los costes de oportunidad, las presiones sobre la inflación, si se ponen en marcha operaciones para drenar liquidez y los costes cuasi-fiscales. De momento las reservas acumuladas en LATAM no son excesivas, pero de continuar la tendencia observada en los últimos años podría ser una fuente de vulnerabilidad.

<sup>2</sup> Jeanne, O. and Rancière "The Optimal level of international reserves for emerging markets countries: Formulas and Applications" IMF Working Papers WP/06/229

# La IED en América Latina; retos para el futuro en una situación de moderado optimismo

El ciclo económico actual, caracterizado por menores niveles de aversión al riesgo e importantes mejoras institucionales ha permitido un crecimiento de la Inversión Extranjera Directa (IED) mundial del 34% en 2006, hasta alcanzar los 1,23 billones de dólares. El principal incremento se produjo en los países europeos del este y en las economías desarrolladas mientras que la IED en América Latina se mantuvo en niveles relativamente estables. Las grandes economías asiáticas como China e India constituyen otro de los grandes polos a tener en cuenta en la IED tanto global como de la región.

## La IED en América Latina: Evolución

En 2006 la IED en América Latina alcanzó los 72.440 millones de dólares, algo superior a los 71.360 millones de 2005 y a los 66.000 de 2004<sup>1</sup>. Este dato, aun siendo positivo, implica que el ritmo de recuperación tras el descenso experimentado en los primeros años de esta década se ha ido atenuando ligeramente.

Como consecuencia, se aprecia una disminución de la participación de América Latina en la IED mundial hasta situarse en un 8% del global, disminuyendo por segundo año consecutivo y situándose en el segundo nivel más bajo de la década. La IED creció apenas un 1,5%, un incremento débil en comparación con el importante crecimiento global y sensiblemente inferior al 10% de incremento en otras zonas en desarrollo.

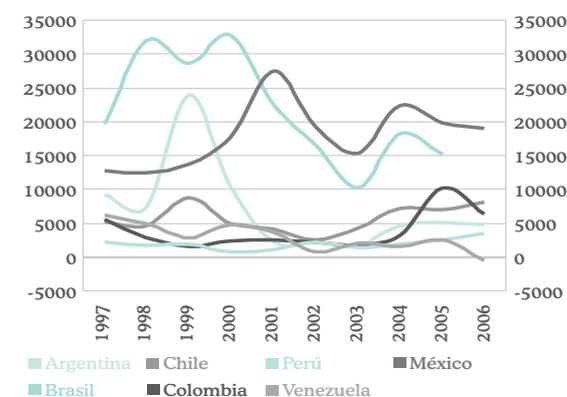
## Inversión extranjera directa en América Latina y Caribe por país receptor

|                 | 1992-1996 <sup>1</sup> | 1997-2001 <sup>1</sup> | 2002-2006 <sup>1</sup> | 2005   | 2006   |
|-----------------|------------------------|------------------------|------------------------|--------|--------|
| América Latina  | 27.537                 | 76.903                 | 61.163                 | 71.361 | 72.439 |
| Sudamérica      | 16.989                 | 53.362                 | 35.811                 | 44.778 | 44.679 |
| Argentina       | 4.683                  | 10.605                 | 3.640                  | 5.008  | 4.809  |
| Brazil          | 4.497                  | 27.075                 | 15.746                 | 15.067 | 18.782 |
| Chile           | 2.465                  | 5.544                  | 5.809                  | 6.960  | 8.053  |
| Colombia        | 1.443                  | 2.964                  | 4.706                  | 10.255 | 6.295  |
| Perú            | 2.000                  | 1.535                  | 2.227                  | 2.579  | 3.467  |
| Venezuela       | 996                    | 4.492                  | 1.269                  | 2.583  | -543   |
| México y Caribe | 10.548                 | 22.542                 | 25.352                 | 26.583 | 27.760 |
| México          | 8.724                  | 17.113                 | 19.114                 | 19.643 | 18.939 |

Fuente: Cepal. Inversión Extranjera Directa en América Latina y Caribe. Informe Anual 2006.

1: Promedios Anuales

## Inversión extranjera directa neta en América Latina



Fuente: FMI; BoP Statistic Yearbook 2006; USD Million

Sin embargo, la mayor novedad en IED en América Latina en 2006 procede de la aparición de nuevos países inversores a la vez que destaca una mayor diversificación de la procedencia. Las fuentes tradicionales, Europa Occidental y Estados Unidos, dejan paulatinamente el camino despejado para la entrada de grandes economías emergentes como China, que se ha convertido en el principal inversor en Sudamérica.

En definitiva se puede afirmar que la IED en América Latina viene recuperando los niveles promedio que se observaban en la última mitad de la década de los noventa, luego de las fuertes caídas registradas en Argentina y Brasil entre 2000 y 2003. Se han estabilizado en los dos últimos dos años y en 2007 se viene registrando una fuerte recuperación en la IED en algunas economías de la Región.

## Comportamiento por Países.

Considerando las cifras de IED total en términos relativos, según los flujos de IED en porcentaje del PIB, ninguna de las grandes economías latinoamericanas y caribeñas alcanza ratios que las sitúen en los primeros puestos del ranking. Son países pequeños, como Trinidad y Tobago, Uruguay o Costa Rica, los que se encuentran a la cabeza de la ratio IED/PIB en 2006.

Entre los determinantes clásicos que la literatura económica identifica como atractores de IED, tanto Asia como América Latina comparten algunos de ellos, como el tamaño del mercado, los costes laborales y el nivel de productividad. Pero también se necesita, en muchos casos, avanzar en otros aspectos decisivos, como la calidad institucional y el desarrollo de infraestructuras.

<sup>1</sup> La Inversión Extranjera en América Latina y el Caribe, 2006. CEPAL.

Los principales países receptores de la IED en América Latina han sido tradicionalmente Brasil y México. Así lo atestigua una encuesta realizada por la UNCTAD a expertos y miembros de empresas multinacionales, que continúan viendo a ambos países como los más atractivos dentro del área, fundamentalmente por el tamaño de sus mercados. La IED supuso en 2006, tanto en Brasil como en México un 26% (un 52% conjuntamente) de toda la inversión recibida en América Latina y el Caribe, lo que significó un 25% más que el año anterior para el caso de Brasil.

### El papel de India y China: Un creciente interés.

Una de las tendencias más destacadas a la hora de estudiar la evolución de la IED en la región es la reciente entrada de los dos gigantes asiáticos. Los principales motivos han sido principalmente los elevados ritmos de crecimiento (10,7% China y 9,2% India en 2006) y la necesidad de abastecimiento de recursos naturales que permitan el suministro dentro de unas condiciones de escasez. La combinación de estos motivos supone que, a pesar de que China dispone de recursos, el elevado y sostenido ritmo de crecimiento mantenido ha generado niveles de demanda que sobrepasan lo que puede producir internamente u obtener dentro de Asia.

El retorno a este modelo de desarrollo de IED llama poderosamente la atención porque se produce en un momento en el que no parecen idóneas las condiciones, dado el contexto de creciente nacionalismo que ha desembocado en algunas renegociaciones por el control de los recursos naturales, pero ante el cual China se ha visto poco afectado y en algunos casos ha logrado un mayor espacio para sus inversiones.

Las inversiones chinas en la región han derivado en una gran variedad de productos y afectado a la mayoría de los países. Así, por ejemplo, la China National Petroleum Corporation (CNPC) ha estado operando durante varios años en los campos de petróleo de Venezuela y recientemente se han firmado acuerdos adicionales; ha sido citada como posible socia de Colombia en la construcción de un oleoducto y podría desempeñar alguna función en su sector hidrocarburo; en 2004 Chile le vendió a China el 50% del Cobre que exportó a la vez que China importó de Argentina el 60% de sus exportaciones de soja en 2005. Por su parte, las actividades de negocios se han enfocado hacia sectores como el hierro y el acero.

### Financiación de la IED

La IED como fuente de financiación de un país puede tener tres orígenes. Por un lado, la reinversión de beneficios de empresas ya establecidas en el país. Por otro, las aportaciones intra-empresa realizadas por la matriz a la filial. Éstas son sinónimo de estabilidad económica en la región. Por último, a través de nuevas inversiones, que puede ser la más deseable desde la óptica del desarrollo económico.

En 2006 se aprecia una consolidación en la tendencia de las empresas a reinvertir beneficios, lo cual apunta hacia un escenario de estabilidad empresarial y consolidación de las inversiones. Tras el crecimiento de la IED experimentado a mediados de los 90 basado en el proceso de fusiones y adquisiciones, a partir del año 2003 parece existir un cambio en el origen de la IED. Aun siendo la inversión en capital la base principal de inversión con casi el 60% (aunque es el menor porcentaje desde 1990), la reinversión en beneficios ha ido ganando importancia. Esto marca la tendencia hacia la estabilidad inversora en la región (un 31,67% de la inversión obtenida en 2006, la mayor contribución en mas de quince años, casi 25 pp. más que al comienzo de la década de los 90). Por otro lado, las aportaciones matriz-filial han perdido peso (representan un 9,21% del total en 2006 frente al 18% en 1996).

### Tipología de IED en América Latina y México



Fuente: BBVA a partir de BoP FMI

Las previsiones para el futuro son halagüeñas, como ponen de manifiesto la evolución reciente de la IED. En los dos principales países receptores de la zona, México y Brasil, continúan siendo de las localizaciones más atractivas de negocio. En Brasil se recibieron en junio de 2007 10.318 millones de dólares en IED, un volumen récord que es diez veces superior a los 1.060 de junio del año anterior, superando, incluso, toda la IED recibida por el país en el primer semestre del año 2006. El crecimiento en Brasil durante el primer semestre de 2007 fue de un 182,5% respecto al mismo semestre del año anterior. Por su parte, la IED en México se situó en los 6.553,6 millones de dólares durante el primer trimestre de 2007, un 118,1% superior a los 3.005,0 millones de dólares del mismo periodo de 2006, el segundo más alto para un trimestre.

### Localizaciones más atractivas de negocio 2005 y 2006

|    | Experts       | TNC's (1)       |
|----|---------------|-----------------|
| 1  | China (85%)   | China (87%)     |
| 2  | USA (55%)     | India (51%)     |
| 3  | India (42%)   | USA (51%)       |
| 4  | Brazil (24%)  | Rusia (33%)     |
| 5  | Rusia (21%)   | Brazil (20%)    |
| 6  | UK (21%)      | México (16%)    |
| 7  | Alemania(12%) | Alemania(13%)   |
| 8  | Polonia (9%)  | UK (13%)        |
| 9  | Singapur (9%) | Tailandia (11%) |
| 10 | Ucrania (9%)  | Canada (7%)     |

Fuente:Unctad

(1) Empresas transnacionales

En definitiva, la IED en América Latina tiene por delante importantes retos, sobre todo en términos institucionales, que permitan atraer una inversión de calidad, pero que serán afrontados desde una perspectiva moderadamente optimista. El reto de atraer IED aparece como objetivo principal para los gobiernos de los países de la zona. Para ello, los gobiernos deben tratar de mejorar, entre otras cosas, la calidad de la educación, las infraestructuras, el clima político, la coordinación pública-privada, la calidad institucional y la estabilidad macroeconómica, superando así las políticas pasivas desarrolladas hasta la fecha.

### REFERENCIAS.

- Inversión extranjera directa y empresas transnacionales en América Latina y el Caribe. Informe anual CEPAL 2006.
- Trends and recent developments in foreign direct investment. OECD. Junio 2007.
- World Investment Report 2006. FDI from Developing and Transition Economies: Implications for Development. UNCTAD. Nueva York y Génova, 2006.
- New UNCTAD Surveys: Foreign Direct Investment Prospects Promising for 2005-2008.

Antonio Marín Campos  
antonio.marin.campos@grupobbva.com

## Objetivo: grado de inversión

América Latina está inmersa en un proceso de importantes cambios. La mayor parte de América Latina ha demostrado en los últimos años un importante aumento de credibilidad y de estabilidad económica y financiera. Esto, sin embargo, no evita una falta de sensibilidad a los cambios externos, aunque incluso en los casos más inestables se ha dado un proceso de desendeudamiento externo, el desarrollo del mercado doméstico y un aumento de confianza de los mercados internacionales.

Lograr atraer la confianza de los inversores es precisamente uno de los objetivos de la región. Como consecuencia de las mejoras realizadas, los países han ido subiendo de categoría en el esquema de calificaciones y, por tanto, se acercan cada vez más a la obtención del título de grado de inversión.

### Grado de inversión en países latinoamericanos

|           | En 2002 | En la actualidad |
|-----------|---------|------------------|
| Chile     | A-      | A                |
| Perú      | BB-     | BB+              |
| Brasil    | B       | BB+              |
| Argentina | D       | B                |
| México    | BBB-    | BBB+             |
| Venezuela | B       | BB-              |
| Colombia  | BB      | BB+              |

Fuente: Fitch

### Chile y México poseen el certificado

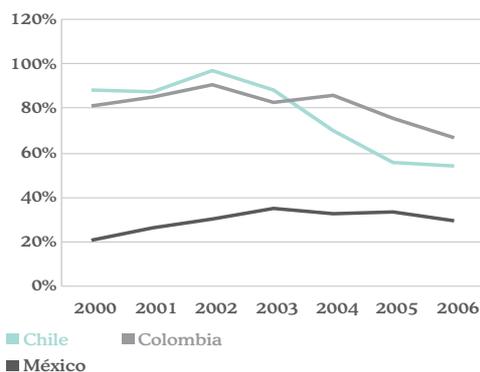
En la actualidad, dos países de América Latina poseen el grado de inversión: Chile y México. Esto facilita el acceso a financiación y el desarrollo de su actividad comercial. Chile obtuvo esta calificación antes del año 1993, mientras que en el caso de México se trata de algo más reciente (2002). Chile tiene una estabilidad económica y una situación geográfica que le han permitido ir a la cabeza dentro de la región. Actualmente posee el más alto grado de calificación de toda América Latina, y el mismo que varias economías desarrolladas. De los 18 mercados emergentes europeos 12 poseen el grado de inversión como es el caso de Polonia que en el 2007 subió de BBB+ a A-.

**Chile y México** han experimentado grandes cambios desde que obtuvieron la condición de grado de inversión, principalmente debido a la disminución en el coste de su fi-

nanciación y la mayor demanda de sus bonos. La calificación otorgada a Chile no ha sido puesta en duda y se mantiene como el país con menor nivel de riesgo de América Latina. Sin embargo, podemos observar estos últimos años una estabilización de su crecimiento, en un entorno de aumento de los riesgos externos e internos. Por otro lado Chile ha continuado beneficiándose de un favorable panorama internacional. Continúa impulsando los tratados de libre comercio, y sus relaciones comerciales se han visto favorecidas por el incremento en la demanda de productos chilenos, así como por la mejora en los términos de intercambio. Las perspectivas para el futuro, por tanto, son muy optimistas.

México ha disminuido mucho el peso de su deuda, lo que le da una mayor estabilidad. Además ha firmado un tratado de libre comercio con la Unión Europea que debería empezar a intensificar las relaciones entre ambas zonas económicas.

### Ratio reservas/importaciones fob



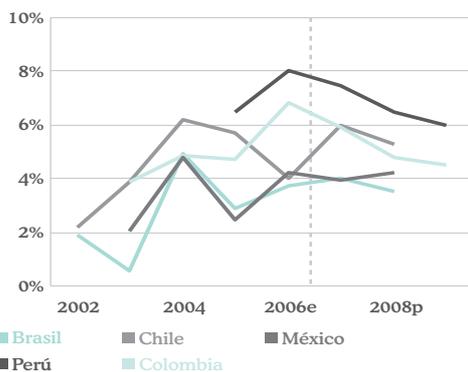
### Brasil y Perú están en buen camino

Con este ciclo de crecimiento y reformas que se está viendo, el debate se centra en los nuevos países que pueden obtener la condición de grado de inversión en los próximos meses. En el caso de **Brasil** se reconoce que todavía quedan muchas reformas por hacer, aunque los cambios realizados hasta ahora han tenido un gran impacto. Pero, con el fin de obtener la calificación es necesario que el gobierno de Brasil impulse una agenda de reformas tanto del ámbito de la seguridad social, como en la racionalización de la estructura impositiva que podría constituir un factor que pueda estar frenando la inversión y un mayor crecimiento.

La perspectiva de menor riesgo crediticio ya ha provocado incrementos en la demanda del país de activo inmovilizado y de acciones. El objetivo de obtener esta calificación ha acelerado el proceso de estabilización: el déficit público ha pasado de un 2,5% al 2,1% del PIB. Desde la crisis de confianza sufrida en 2002, la caída de las primas de riesgo ha sido mayor que en el resto de América Latina, debido principalmente a la importante consolidación macroeconómica. Gracias al significativo crecimiento de las reservas Brasil será en 2008-2009 un prestamista neto.

Como consecuencia de todos estos cambios positivos, el pasado 23 de agosto, en plena crisis de los mercados, la agencia de rating Moody's subió un escalón a Brasil a falta de sólo otro para llegar a obtener la certificación. Dado el momento de inestabilidad en el que se encontraba la economía mundial parece una señal inequívoca de la buena actuación de este país.

### Crecimiento del PIB



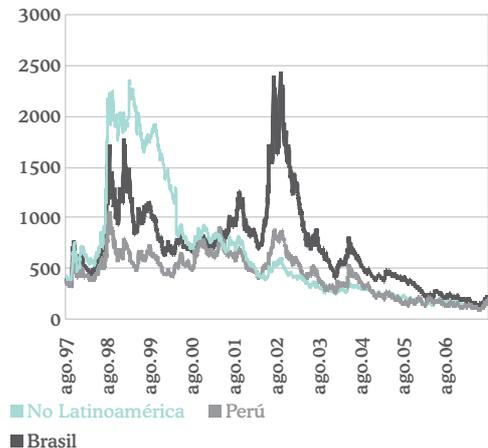
Fuente: Bancos Centrales

**Perú** ha sido otro de los países que podría conseguir la calificación de grado de inversión en corto tiempo, principalmente por sus positivos desempeños macroeconómicos. En los últimos años ha mostrado el mayor crecimiento económico de América Latina, llegando casi a un 6% de promedio. Perú muestra indicadores muy positivos: el moderado ratio de deuda pública respecto al PIB (un 31,5% a finales de 2006), una baja inflación, mejora en los términos de intercambio o aumento del ahorro del sector privado son algunas de las señas de identidad de la economía peruana en la actualidad.

Los mercados vienen reconociendo las mejoras de la economía brasilera y peruana, hecho que se evidencia en la evolución de la percepción de riesgo que vienen conver-

giendo a los niveles de spread soberano de los países con grado de inversión.

### EMBI+

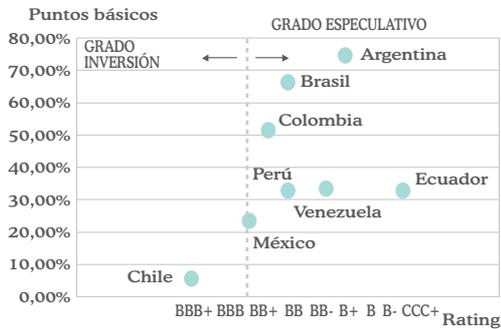


Fuente: Datastream

### Buenas perspectivas también para Colombia

**Colombia** ha seguido una senda de crecimiento muy positiva en los últimos años. Standard and Poor's le devolvió en 2007 el grado de inversión en deuda a largo plazo en moneda extranjera que había perdido en 1999 debido a la crisis económica, basándose principalmente en la fortaleza de las instituciones, la baja volatilidad del PIB y que el estricto cumplimiento de sus compromisos y pagos internacionales. Se espera ahora que las otras agencias revisen también sus calificaciones para el país andino. Esta calificación le otorga numerosas facilidades tanto en el acceso a recursos del mercado internacional de capitales como en la posibilidad de adquisición de bonos colombianos por parte de los inversores. Ahora la deuda externa colombiana puede ser parte de las carteras de los grandes inversores institucionales, ya que sólo pueden comprar papel con grado de inversión. Esto sitúa a Colombia junto con Chile y México en una posición privilegiada dentro de los países de América Latina. Los indicadores muestran que la actuación de Colombia en los últimos años estaba siendo muy positiva. Existen por tanto numerosas posibilidades de que Colombia obtenga revisiones de sus calificaciones y vaya acercándose al título de grado de inversión. Sin embargo, son necesarias una serie de reformas que van de lo fiscal a lo previsional, para poder consolidar ese grado.

## Calificación crediticia y deuda pública % PIB (2006)



Fuente: BBVA a partir de JP Morgan, Standard and Poor's

gión. Así lo demuestra el comportamiento mostrado en la crisis de los mercados del pasado mes de agosto, donde no se han generado movimientos importantes del EMBI Latam, ni cambios bruscos y sostenidos de los tipos de cambio, ni importantes salidas de capitales y mucho menos una paralización de los flujos a la región. Esto ha hecho que el comportamiento sea muy distinto y prometededor en relación a crisis similares en el pasado.

Estas fortalezas presentes en la mayoría de los países de América Latina, permitirán que la economía de Región continúe creciendo a tasas superiores al 4% en los próximos años. En este entorno, los países que más adelantados tienen los deberes para poder optar al grado de inversión son: Brasil, Perú y Colombia.

Las mejoras observadas en la percepción de riesgo de la región se han producido por la mejora en los fundamentos de la mayoría de los países, más que por el buen ciclo de las materias primas que ha inducido holguras en el sector externo de la re-

Beatriz Asensio  
beatriz.asensio@grupobbva.com

## Contexto Internacional

|               | PIB Real (%) |      |      |      | Inflación (% , promedio) |      |      |      |
|---------------|--------------|------|------|------|--------------------------|------|------|------|
|               | 2005         | 2006 | 2007 | 2008 | 2005                     | 2006 | 2007 | 2008 |
| <b>EE.UU.</b> | 3,2          | 3,3  | 1,9  | 2,2  | 3,4                      | 3,2  | 2,6  | 2,1  |
| <b>UEM</b>    | 1,5          | 2,7  | 2,5  | 2,0  | 2,2                      | 2,2  | 2,0  | 1,9  |
| <b>Japón</b>  | 1,9          | 2,2  | 1,9  | 2,2  | -0,3                     | 0,1  | 0,0  | 0,5  |
| <b>China</b>  | 10,4         | 11,1 | 10,9 | 9,9  | 1,8                      | 1,5  | 4,5  | 3,4  |

|                         | Tasa oficial (% , fin de período) |        |        |        | Tipo de cambio (frente \$ , fin de período) |        |        |        |
|-------------------------|-----------------------------------|--------|--------|--------|---|--------|--------|--------|
|                         | 31/12/06                          | jun-07 | dic-07 | dic-08 | 31/12/06                                    | jun-07 | dic-07 | dic-08 |
| <b>EE.UU.</b>           | 5,25                              | 4,75   | 4,25   | 4,50   |   |        |        |        |
| <b>UEM (\$/€)</b>       | 3,50                              | 4,00   | 3,75   | 3,75   | 1,32  | 1,40   | 1,41   | 1,38   |
| <b>Japón (yenes/\$)</b> | 0,25                              | 0,50   | 0,75   | 1,25   | 117   | 115    | 115    | 110    |
| <b>China (cny/\$)</b>   | 6,12                              | 7,56   | 8,64   | 8,64   | 7,81  | 7,61   | 7,3    | 7,4    |

## América Latina

|                           | PIB Real (%) |            |            |            | Inflación (% , fin de año) |            |            |            |
|---------------------------|--------------|------------|------------|------------|----------------------------|------------|------------|------------|
|                           | 2005         | 2006       | 2007       | 2008       | 2005                       | 2006       | 2007       | 2008       |
| <b>Argentina</b>          | 9,2          | 8,5        | 7,5        | 6,3        | 12,3                       | 9,8        | 9,0        | 11,0       |
| <b>Brasil</b>             | 2,9          | 3,7        | 4,5        | 4,2        | 5,7                        | 3,1        | 3,5        | 3,8        |
| <b>Chile</b>              | 5,7          | 4,0        | 6,0        | 5,3        | 3,7                        | 2,6        | 6,2        | 3,6        |
| <b>Colombia</b>           | 4,7          | 6,8        | 5,9        | 4,8        | 4,9                        | 4,5        | 5,1        | 3,8        |
| <b>México</b>             | 2,8          | 4,8        | 3,0        | 3,4        | 3,3                        | 4,1        | 3,6        | 3,5        |
| <b>Perú</b>               | 6,7          | 7,6        | 7,4        | 6,3        | 1,5                        | 1,1        | 3,5        | 2,0        |
| <b>Venezuela</b>          | 10,3         | 10,3       | 7,8        | 5,7        | 14,4                       | 17,0       | 17,7       | 16,0       |
| <b>LATAM <sup>1</sup></b> | <b>4,6</b>   | <b>5,4</b> | <b>5,1</b> | <b>4,6</b> | <b>6,0</b>                 | <b>5,1</b> | <b>5,4</b> | <b>5,3</b> |
| <b>LATAM Ex-México</b>    | 5,2          | 5,7        | 5,7        | 5,0        | 6,9                        | 5,5        | 6,0        | 6,0        |

|                               | Saldo sector público (% PIB) |             |             |             | Saldo cuenta corriente (% PIB) |            |            |            |
|-------------------------------|------------------------------|-------------|-------------|-------------|--------------------------------|------------|------------|------------|
|                               | 2005                         | 2006        | 2007        | 2008        | 2005                           | 2006       | 2007       | 2008       |
| <b>Argentina <sup>2</sup></b> | 1,8                          | 1,8         | 1,5         | 1,3         | 3,1                            | 3,8        | 2,1        | 0,5        |
| <b>Brasil</b>                 | -3,1                         | -3,0        | -3,6        | -3,0        | 1,8                            | 1,6        | 1,1        | 0,9        |
| <b>Chile <sup>2</sup></b>     | 4,5                          | 7,7         | 7,0         | 5,8         | 1,0                            | 3,6        | 5,4        | 2,3        |
| <b>Colombia</b>               | 0,0                          | -0,8        | -0,9        | -1,0        | -1,5                           | -2,1       | -3,9       | -3,7       |
| <b>México</b>                 | 0,1                          | 0,2         | 0,0         | 0,0         | -0,7                           | -0,2       | -1,6       | -2,0       |
| <b>Perú</b>                   | -0,3                         | 2,1         | 1,6         | 0,8         | 1,4                            | 2,8        | 0,8        | -0,4       |
| <b>Venezuela <sup>2</sup></b> | 1,6                          | 0,0         | -1,2        | -3,0        | 17,7                           | 15,0       | 10,8       | 5,5        |
| <b>LATAM <sup>1</sup></b>     | <b>-0,7</b>                  | <b>-0,5</b> | <b>-1,1</b> | <b>-1,1</b> | <b>1,9</b>                     | <b>2,3</b> | <b>1,0</b> | <b>0,2</b> |
| <b>LATAM Ex-México</b>        | -1,0                         | -0,8        | -1,6        | -1,5        | 3,3                            | 3,5        | 2,2        | 1,3        |

<sup>1</sup> Media de los países mencionados <sup>2</sup> Gobierno Central

|                  | Tipo de cambio (frente \$ , fin de año) |       |       |       | Tasas de Interés (% , fin de año) <sup>3</sup> |       |       |       |
|------------------|---|-------|-------|-------|--|-------|-------|-------|
|                  | 2005                                    | 2006  | 2007  | 2008  | 2005   | 2006  | 2007  | 2008  |
| <b>Argentina</b> | 3,01                                    | 3,06  | 3,18  | 3,26  | 6,4  | 8,9   | 9,8   | 11,0  |
| <b>Brasil</b>    | 2,28                                    | 2,15  | 1,85  | 1,90  | 18,00  | 13,25 | 10,75 | 10,00 |
| <b>Chile</b>     | 514                                     | 528   | 503   | 500   | 4,50   | 5,25  | 5,75  | 6,25  |
| <b>Colombia</b>  | 2284                                    | 2239  | 2063  | 2158  | 6,3  | 6,8   | 9,3   | 9,3   |
| <b>México</b>    | 10,69                                   | 10,88 | 10,96 | 11,36 | 8,0  | 7,0   | 6,9   | 6,5   |
| <b>Perú</b>      | 3,42                                    | 3,21  | 3,10  | 3,16  | 3,25   | 4,50  | 5,25  | 5,50  |
| <b>Venezuela</b> | 2150                                    | 2150  | 2150  | 2150  | 11,7   | 10,3  | 11,0  | 11,0  |

<sup>3</sup> Ver tasas de interés para cada país en la página siguiente

## Argentina

|  | 2005 | 2006e | 2007p | 2008p |
|--|------|-------|-------|-------|
| PIB (%)  | 9,2  | 8,5   | 7,5   | 6,3   |
| Inflación IPC (% , fin de año)                   | 12,3 | 9,8   | 9,0   | 11,0  |
| Balanza comercial (m.M. \$)                      | 11,7 | 12,3  | 9,6   | 6,3   |
| Cuenta corriente (% PIB)                         | 3,1  | 3,8   | 2,1   | 0,5   |
| Reservas (m.M. \$, fin de año)                   | 28,1 | 32,0  | 43,2  | 48,9  |
| Tipo de cambio (fin de año vs US\$)              | 3,01 | 3,06  | 3,18  | 3,26  |
| Saldo sector público (% PIB) <sup>1</sup>        | 1,8  | 1,8   | 1,5   | 1,3   |
| Tasa de interés (fin de año) <sup>2</sup>        | 6,4  | 8,9   | 9,8   | 11,0  |
| T. cambio efectivo real (fin de año, dic-97=100) | 52   | 52    | 51    | 55    |
| BBVA-MAP (fin de año, jun-95=100)                | 118  | 140   | 150   | 146   |

<sup>1</sup> Argentina: Gobierno Central y excluye ingresos por privatizaciones

<sup>2</sup> Argentina: Depósitos a 30 días en pesos; Brasil: SELIC

## Brasil

|  | 2005  | 2006e | 2007p | 2008p |
|--|-------|-------|-------|-------|
| PIB (%)  | 2,9   | 3,7   | 4,5   | 4,2   |
| Inflación IPC (% , fin de año)                   | 5,7   | 3,1   | 3,5   | 3,8   |
| Balanza comercial (m.M. \$)                      | 44,8  | 46,1  | 41,3  | 35,0  |
| Cuenta corriente (% PIB)                         | 1,8   | 1,6   | 1,1   | 0,9   |
| Reservas (m.M. \$, fin de año)                   | 53,8  | 85,8  | 95,0  | 101,0 |
| Tipo de cambio (fin de año vs US\$)              | 2,28  | 2,15  | 1,85  | 1,90  |
| Saldo sector público (% PIB)                     | -3,1  | -3,0  | -3,6  | -3,0  |
| Tasa de interés (fin de año)                     | 18,00 | 13,25 | 10,75 | 10,00 |
| T. cambio efectivo real (fin de año, dic-97=100) | 81    | 83    | 89    | 86    |
| BBVA-MAP (fin de año, jun-95=100)                | 78    | 81    | 81    | 84    |

## Chile

|  | 2005 | 2006e | 2007p | 2008p |
|--|------|-------|-------|-------|
| PIB (%)  | 5,7  | 4,0   | 6,0   | 5,3   |
| Inflación IPC (% , fin de año)                   | 3,7  | 2,6   | 6,2   | 3,6   |
| Balanza comercial (m.M. \$)                      | 10,2 | 21,3  | 26,6  | 18,2  |
| Cuenta corriente (% PIB)                         | 1,0  | 3,6   | 5,4   | 2,3   |
| Reservas (m.M. \$, fin de año)                   | 17,0 | 19,4  | 16,8  | 16,8  |
| Tipo de cambio (fin de año vs US\$)              | 514  | 528   | 503   | 500   |
| Saldo sector público (% PIB) <sup>1</sup>        | 4,5  | 7,7   | 7,0   | 5,8   |
| Tasa de interés (fin de año) <sup>2</sup>        | 4,50 | 5,25  | 5,75  | 6,25  |
| T. cambio efectivo real (fin de año, dic-97=100) | 87   | 93    | 92    | 91    |
| BBVA-MAP (fin de año, jun-95=100)                | 110  | 139   | 147   | 126   |

<sup>1</sup> Chile: Gobierno Central

<sup>2</sup> Chile: Tasa de Instancia Monetaria (nominal desde agosto de 2001); Colombia: DTF a 90 días

## Colombia

|  | 2005 | 2006e | 2007p | 2008p |
|--|------|-------|-------|-------|
| PIB (%)  | 4,7  | 6,8   | 5,9   | 4,8   |
| Inflación IPC (% , fin de año)                   | 4,9  | 4,5   | 5,1   | 3,8   |
| Balanza comercial (m.M. \$)                      | 1,4  | -0,1  | -3,3  | -3,4  |
| Cuenta corriente (% PIB)                         | -1,5 | -2,1  | -3,9  | -3,7  |
| Reservas (m.M. \$, fin de año)                   | 15,0 | 15,4  | 21,3  | 21,8  |
| Tipo de cambio (fin de año vs US\$)              | 2284 | 2239  | 2063  | 2158  |
| Saldo sector público (% PIB)                     | 0,0  | -0,8  | -0,9  | -1,0  |
| Tasa de interés (fin de año)                     | 6,3  | 6,8   | 9,3   | 9,3   |
| T. cambio efectivo real (fin de año, dic-97=100) | 92   | 91    | 100   | 96    |
| BBVA-MAP (fin de año, jun-95=100)                | 144  | 158   | 160   | 156   |

## México

|  | 2005  | 2006e | 2007p | 2008p |
|--|-------|-------|-------|-------|
| PIB (%)  | 2,8   | 4,8   | 3,0   | 3,4   |
| Inflación IPC (% , fin de año)                   | 3,3   | 4,1   | 3,6   | 3,5   |
| Balanza comercial (m.M. \$)                      | -7,6  | -6,1  | -14,3 | -21,1 |
| Cuenta corriente (% PIB)                         | -0,7  | -0,2  | -1,6  | -2,0  |
| Reservas (m.M. \$, fin de año)                   | 68,7  | 67,5  | 65,0  | 65,0  |
| Tipo de cambio (fin de año vs US\$)              | 10,69 | 10,88 | 10,96 | 11,36 |
| Saldo sector público (% PIB) <sup>1</sup>        | 0,1   | 0,2   | 0,0   | 0,0   |
| Tasa de interés (fin de año) <sup>2</sup>        | 8,0   | 7,0   | 6,9   | 6,5   |
| T. cambio efectivo real (fin de año, dic-97=100) | 114   | 112   | 112   | 111   |
| BBVA-MAP (fin de año, jun-95=100)                | 184   | 203   | 208   | 194   |

<sup>2</sup> México: Cetes a 28 días; Perú: Tasa interbancaria en soles

## Perú

|  | 2005 | 2006e | 2007p | 2008p |
|--|------|-------|-------|-------|
| PIB (%)  | 6,7  | 7,6   | 7,4   | 6,3   |
| Inflación IPC (% , fin de año)                   | 1,5  | 1,1   | 3,5   | 2,0   |
| Balanza comercial (m.M. \$)                      | 5,3  | 8,9   | 8,0   | 7,2   |
| Cuenta corriente (% PIB)                         | 1,4  | 2,8   | 0,8   | -0,4  |
| Reservas (m.M. \$, fin de año)                   | 14,1 | 16,7  | n.d.  | n.d.  |
| Tipo de cambio (fin de año vs US\$)              | 3,42 | 3,21  | 3,10  | 3,16  |
| Saldo sector público (% PIB)                     | -0,3 | 2,1   | 1,6   | 0,8   |
| Tasa de interés (fin de año)                     | 3,25 | 4,50  | 5,25  | 5,50  |
| T. cambio efectivo real (fin de año, dic-97=100) | 87   | 88    | 86    | 83    |
| BBVA-MAP (fin de año, jun-95=100)                | 113  | 135   | 145   | 128   |

## Uruguay

|  | 2005  | 2006p | 2007p | 2008p |
|--|-------|-------|-------|-------|
| PIB (%)  | -11,0 | 2,2   | 11,8  | 6,6   |
| Inflación IPC (% , fin de año)                   | 25,9  | 10,2  | 7,6   | 4,9   |
| Balanza comercial (m.M. \$)                      | 0,0   | 0,2   | 0,0   | 0,0   |
| Cuenta corriente (% PIB)                         | 3,1   | -0,5  | -0,8  | 0,6   |
| Reservas (m.M. \$, fin de año) <sup>1</sup>      | 0,8   | 1,9   | 2,3   | 3,1   |
| Tipo de cambio (fin de año vs US\$)              | 27,1  | 29,2  | 26,6  | 23,5  |
| Saldo sector público (% PIB) <sup>2</sup>        | -4,1  | -3,2  | -1,8  | -2,5  |
| Tasa de interés (fin de año) <sup>3</sup>        | 69,9  | 7,5   | 5,7   | 4,6   |
| T. cambio efectivo real (fin de año, dic-97=100) | 90    | 75    | 81    | 87    |
| BBVA-MAP (fin de año, jun-95=100)                | 87    | 88    | 88    | 83    |

<sup>1</sup> Venezuela: incluye FIEM

<sup>2</sup> Venezuela: Gobierno Central

<sup>3</sup> Uruguay: Letras del BCU a 30 días en pesos; Venezuela: Depósitos a 90 días

## Venezuela

|  | 2005 | 2006p | 2007p | 2008p |
|--|------|-------|-------|-------|
| PIB (%)  | 10,3 | 10,3  | 7,8   | 5,7   |
| Inflación IPC (% , fin de año)                   | 14,4 | 17,0  | 17,7  | 16,0  |
| Balanza comercial (m.M. \$)                      | 30,4 | 33,2  | 30,0  | 17,9  |
| Cuenta corriente (% PIB)                         | 17,7 | 15,0  | 10,8  | 5,5   |
| Reservas (m.M. \$, fin de año)                   | 29,6 | 37,3  | 29,2  | 29,2  |
| Tipo de cambio (fin de año vs US\$)              | 2150 | 2150  | 2150  | 2150  |
| Saldo sector público (% PIB)                     | 1,6  | 0,0   | -1,2  | -3,0  |
| Tasa de interés (fin de año)                     | 11,7 | 10,3  | 11,0  | 11,0  |
| T. cambio efectivo real (fin de año, dic-97=100) | 90   | 101   | 114   | 130   |
| BBVA-MAP (fin de año, jun-95=100)                | 265  | 310   | 324   | 294   |

**Interesados dirigirse a:**

Servicios Generales Difusión BBVA Gran Vía 1 planta 2 48001 Bilbao T 34 944 876 231 F 34 944 876 417 www.bbva.es

Depósito Legal: M-31252-2000

**Servicio de Estudios Económicos:**

**Director:**

José Luis Escrivá

**Economistas Jefes:**

Europa y Escenarios Financieros: **Mayte Ledo**  
 Escenarios y Sistemas Financieros: **Carmen Hernansanz**  
 España y Análisis Sectorial: **Julián Cubero**  
 Europa: **Sonsoles Castillo**  
 Investigación y Desarrollos Cuantitativos: **Rodolfo Méndez**

Latam y Mercados Emergentes: **Giovanni Di Placido**  
 Argentina: **Ernesto Gaba**  
 Chile: **Miguel Cardoso**  
 Colombia: **Juana Patricia Téllez**  
 Perú: **Hugo Perea**  
 Venezuela: **Alejandro Puente**

Norteamérica: **Jorge Sicilia**  
 Estados Unidos: **Nathaniel Karp**  
 México: **Adolfo Albo**

Tendencias Globales: **Joaquín Vial**

**otras publicaciones**



Este documento ha sido preparado por el Servicio de Estudios de Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A. (BBVA) por su propia cuenta y se suministra sólo con fines informativos. Las opiniones, estimaciones, predicciones y recomendaciones que se expresan en este documento se refieren a la fecha que aparece en el mismo, por lo que pueden sufrir cambios como consecuencia de la fluctuación de los mercados.

Las opiniones, estimaciones, predicciones y recomendaciones contenidas en este documento se basan en información que ha sido obtenida de fuentes estimadas como fidedignas pero ninguna garantía, expresa o implícita, se concede por BBVA sobre su exactitud, integridad o corrección.

El presente documento no constituye una oferta ni una invitación o incitación para la suscripción o compra de valores.