

Latinwatch

Servicio de Estudios Económicos

Segundo semestre 2009



América Latina elude una recesión intensa e inicia la recuperación

Presiones apreciatorias condicionan la normalización de la política monetaria

El crecimiento potencial de la región no se ha visto negativamente afectado. No obstante, en el largo plazo se enfrenta al desafío de crear condiciones para elevar este potencial

Indice

Fecha de cierre: 24 de noviembre de 2009

1. Editorial	3
2. Entorno económico global	4
3. Panorama Macroeconómico de América Latina	7
Recuadro 1. Controles de Capital: lecciones de la experiencia latinoamericana	12
Recuadro 2. La variación de inventarios y los ajustes cíclicos	15
4. Temas de fondo	17
4.1. Crisis y comercio internacional	17
Recuadro 3. Un modelo para el comercio internacional	20
4.2. El crecimiento potencial en América Latina y sus determinantes	22
5. Estadísticas y proyecciones	25

Han coordinado esta publicación:

Alicia García Herrero
Sonsoles Castillo
Joaquín Vial

alicia.garcia-herrero@bbva.com.hk
s.castillo@grupobbva.com
jvial@bbvaprovida.cl

Han preparado esta publicación:

Gabriela Álvarez
Ignacio González-Panizo
Myriam Montañez
Diana Paez
Hugo Perea
José Ramón Perea
Soledad Zignago

gabriela.alvarez@grupobbva.com
ignacio.gonzalez-panizo@grupobbva.com
miriam.montanez@grupobbva.com
diana.paez@grupobbva.com
hperea@grupobbva.com.pe
jramon.perea@grupobbva.com
soledad.zignago@grupobbva.com

1. Editorial

América Latina en la era post-crisis

Tal como se esperaba, América Latina ha iniciado la recuperación económica en el segundo semestre del año que termina, liderada por Brasil, que ha dado una serie de sorpresas positivas a lo largo del año.

A diferencia de crisis anteriores, en esta ocasión la gran mayoría de los países de la región han dado un fuerte sesgo expansivo a las políticas económicas, sin provocar desequilibrios que pongan en peligro dicha recuperación. La creciente solidez de las finanzas públicas, el control de la inflación y la credibilidad ganada por los bancos centrales, así como la mayor flexibilidad de los mercados cambiarios han sido factores fundamentales para este mejor desempeño regional. También ha contribuido un entorno internacional más favorable, especialmente por la recuperación de los precios de materias primas y la menor aversión al riesgo. La primera ha dado un respiro a aquellos países de la región que se encuentran más marginados del crédito internacional, como es el caso de Argentina y Venezuela. La mayor holgura financiera que ello ha representado ha sido fundamental para evitar ajustes fiscales que habrían acentuado la recesión en esos países.

Una característica común a prácticamente toda la región, ha sido la fortaleza exhibida por los sistemas financieros, que apoyados por políticas monetarias expansivas, han sido capaces de sortear sin grandes problemas las restricciones de acceso a la financiación internacional a fines de 2008, y las caídas en los niveles de actividad y aumento en las tasas de mora ocurridas principalmente en la primera parte del año. Respecto de estas últimas, es destacable el hecho de que si bien han subido, se mantienen muy por debajo de los niveles alcanzados en crisis anteriores, reflejando una mayor madurez de estos sistemas, tanto respecto de la regulación y supervisión, como de las prácticas bancarias.

Otro elemento común en esta crisis ha sido el colapso del comercio internacional, tema explorado en uno de los capítulos de este informe, que se explica tanto por ajustes de precios, como por una caída muy fuerte en los volúmenes de importaciones, derivados del fuerte choque de expectativas y de los temores respecto a las disponibilidades futuras de financiación. Esto llevó a un ajuste extraordinario en los inventarios, que se observó tanto a nivel de países desarrollados como de la región y cuyo impacto fue amplificado por la caída del comercio. La buena noticia es que ante una normalización de las expectativas y las condiciones de crédito, estos factores amplificadores deberían apoyar la recuperación económica.

La región sale entonces fortalecida de esta crisis, pero con desafíos importantes para capitalizar las nuevas oportunidades derivadas de este cambio. En el corto plazo enfrenta la dificultad de conciliar el desarrollo de su sector exportador con monedas más apreciadas que reflejan los mayores precios de sus exportaciones, así como sus menores primas de riesgo, además de la debilidad del dólar en los mercados globales. Este factor condicionará la normalización de las políticas económicas, acentuando la necesidad de reducir primero el impulso fiscal, para sincronizar mejor los ajustes de tasas de interés con las del mundo desarrollado, evitando así presiones adicionales sobre las monedas.

Tal como muestra otro de los capítulos de este informe, en el mediano y largo plazo la región enfrenta el desafío de crear condiciones para un mayor aporte del capital, la innovación y las ganancias de eficiencia como pilares de su desarrollo económico, cuando enfrenta los últimos quinquenios del llamado "bono demográfico" que le ha permitido sustentar su crecimiento en los aportes del aumento de su fuerza de trabajo.

EE.UU. y UEM: Crecimiento del PIB

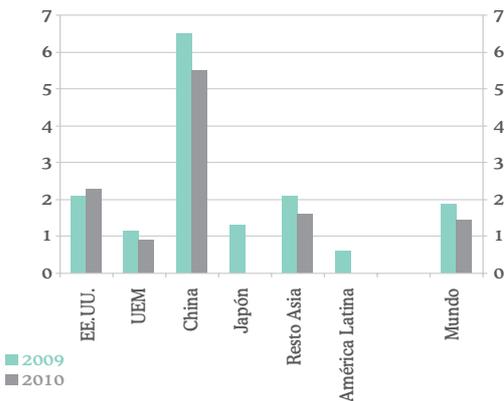
(variación intertrimestral %)



■ EE.UU.
■ UEM
Fuente: Servicio de Estudios BBVA

Programas fiscales y presupuestarios:

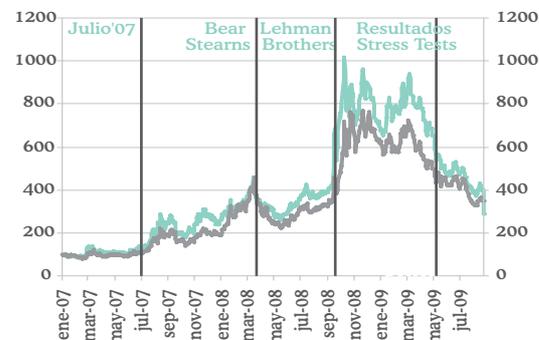
Tamaño relativo (% PIB)



■ 2009
■ 2010
Fuente: Servicio de Estudios BBVA

Indicador de Tensiones Financieras

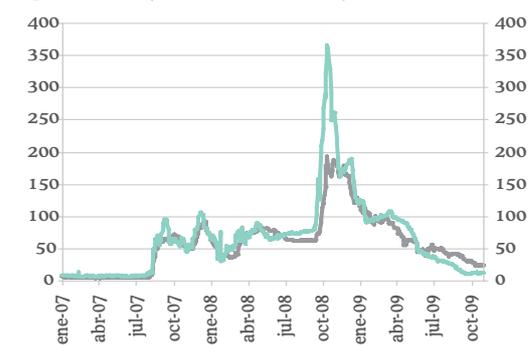
(100 = enero-07)



■ EE.UU.
■ UEM
Fuente: Servicio de Estudios BBVA
Primer componente principal normalizado de las series de diferencial OIS, volatilidad implícita de la bolsa americana, CDS bancarios y CDS corporativos

Mercados Interbancarios: diferencial OIS

a 3 meses (3M LIBOR-3M OIS)



■ EE.UU.
■ UEM
Fuente: Bloomberg

2. Entorno económico global

Las perspectivas económicas mundiales mejoran, ...

Desde mediados de año la economía mundial ha comenzado a dar señales más claras de recuperación. La sensación de caída libre imperante a fines de 2008 y comienzos de este año ha dado paso a una de relativa estabilidad y, en algunos casos, de crecimiento moderado.

El cambio de tendencia se ha visto favorecido por las excepcionales medidas de estímulo adoptadas por la mayor parte las economías. Ellas se encuadran tanto en el frente monetario -con reducciones sustanciales de los tipos de intervención, inyecciones masivas de liquidez y operaciones no convencionales con activos-, como en el frente fiscal, con estímulos fiscales que han dado impulso a sectores, como por ejemplo el del automóvil, y han ayudado a sostener temporalmente las rentas y el gasto de los agentes privados.

...aunque a corto plazo los riesgos a la baja continúan latentes, sobre todo en las economías más avanzadas

Los fundamentos de la coyuntura económica mundial global continúan frágiles y, por lo tanto, los riesgos a la baja siguen vigentes a corto plazo. El principal riesgo se encuentra en una eventual retirada prematura de los planes de estímulo, sobre todo en las economías más avanzadas, y en la incertidumbre sobre si el gasto privado podrá sustituir al gasto público como principal vector de la recuperación. En los países desarrollados, el crecimiento durante la fase expansiva fue impulsado por la demanda interna, apoyado en el aumento de la renta disponible y en un, a la postre, muy elevado endeudamiento privado, algo que no va a ocurrir en esta nueva fase del ciclo. Adicionalmente, el empleo tampoco va a contribuir a una rápida salida de la crisis, toda vez que el ritmo de destrucción del empleo sigue siendo aún muy elevado en muchas economías.

Por todo ello, el mayor reto al que se enfrenta la política económica actualmente es la implementación apropiada en tiempo y plazo de la retirada de los programas de apoyo público, fiscal y monetario.

En esta situación, el escenario más probable apuntaría a un mantenimiento de tipos oficiales bajos durante un período prolongado, pues no parece que se vaya a observar un repunte relevante de la inflación en un contexto de elevada capacidad productiva disponible. Sin embargo, el sostenimiento de los estímulos en el tiempo podría tener a su vez consecuencias nocivas al distorsionar los incentivos para tomar decisiones de ajuste de balances, y, segundo, al poner en cuestión la sostenibilidad de las cuentas públicas de muchas economías.

Parece probable entonces que los bancos centrales vayan paulatinamente ensayando posibles alternativas para normalizar, llegado el momento, sus políticas de liquidez. La evidencia de las últimas semanas muestra la importancia de la comunicación por las autoridades monetarias durante esta fase, separando lo que se diga respecto del diseño de las estrategias de salida, y el momento de su aplicación, que debería posponerse hasta que la economía de señales de recuperación autosostenida.

Si bien las tensiones financieras se han reducido progresivamente desde los máximos alcanzados tras la caída de *Lehman* la situación actual dista de ser plenamente satisfactoria. De hecho los niveles de tensión en los mercados se encuentran todavía lejos de los niveles

pre-crisis. Los mayores avances hasta la fecha se han producido en los mercados interbancarios. Así, el diferencial OIS a tres meses en EE.UU. y en la UEM se encuentra en la actualidad en sus mínimos desde hace más de un año y medio, a pesar de que la evolución de dichos mercados continúa dependiendo de las inyecciones de liquidez por parte de los bancos centrales.

Por su parte, la reducción de las primas de riesgo ha sido extraordinariamente rápida durante los últimos meses. Así, los CDS¹ bancarios norteamericanos alcanzaron en octubre su nivel mínimo desde el estallido de la crisis, y los europeos se situaron en su nivel más bajo desde hace casi un año, para luego estabilizarse. La cautela parece haberse impuesto en la mayoría de los mercados (incluidos los de renta variable), en un contexto en que aún predomina una aversión al riesgo históricamente elevada.

Las economías emergentes, nuevo motor del crecimiento global,...

La recuperación económica se presenta de forma muy heterogénea. En términos generales, las economías emergentes se encuentran en una senda de recuperación más sólida que las desarrolladas. Este hecho se explica por un conjunto de factores diferenciadores que han permitido a la mayor parte de estas economías (con la excepción de los países de Europa Emergente) sortear más fácilmente el encarecimiento de los mercados de financiación y la contracción de la actividad y el empleo. En particular, su menor exposición a la crisis financiera, sobre todo en sus compases iniciales, el éxito de los programas de estímulo fiscal y monetario puestos en marcha tras el estallido de la crisis, el incremento en los precios de las materias primas durante los últimos meses, la recuperación del comercio mundial tras el desplome sufrido a finales de 2008, y, quizás lo más relevante para la sostenibilidad de su crecimiento a largo plazo, los esfuerzos previos, en muchas de ellas, por fomentar y practicar una política de estabilidad macroeconómica.

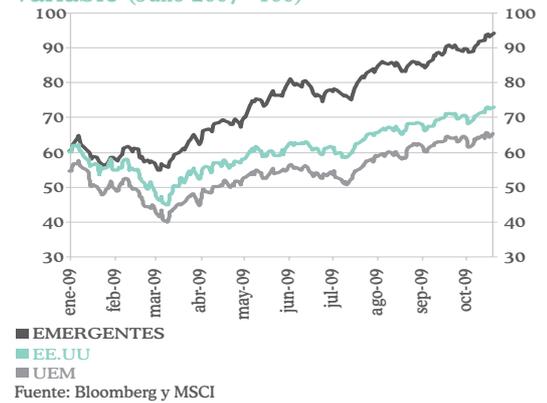
En lo que se refiere a las economías desarrolladas, la de EEUU parece encontrarse mejor posicionada que la europea. En particular, el impulso fiscal en EE.UU. tendrá un impacto más significativo sobre el crecimiento en los próximos años. Así, en 2010 se estima alcance los 3 puntos porcentuales (pp), frente a los 1,5 pp en Europa. El escenario más probable para la economía de EE.UU. es de un moderado crecimiento ya que no hay certeza de que una vez se acabe el estímulo público, el sector privado recupere un alto crecimiento sostenido. Por otra parte, cuestiones como el desempleo o las cuentas públicas todavía son fuentes de preocupación manifiesta.

En cuanto a Europa, el impulso fiscal será menos elevado en 2010 y heterogéneo entre países. La recuperación de la actividad se verá también pospuesta por el mayor grado de rigidez del mercado laboral europeo.

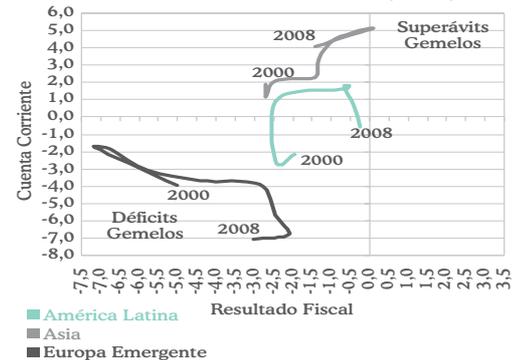
Entre los países emergentes, los indicios de recuperación de la actividad son ya claros, con algunas diferencias destacables. China ya retomó ritmos de crecimiento muy elevados, justificados en parte por un aumento muy rápido del crédito y otras medidas de estímulo. Dentro de América Latina, la mayor parte de los países ya muestran señales de crecimientos positivos durante el tercer trimestre. Más riesgos presenta, sin embargo, la situación de las economías emergentes europeas, que tienen una mayor fragilidad macroeconómica y financiera.

¹ Credit Default Swap o acuerdo de cobertura del riesgo de impago de un título financiero.

Evolución de los mercados de renta variable (Julio 2007=100)

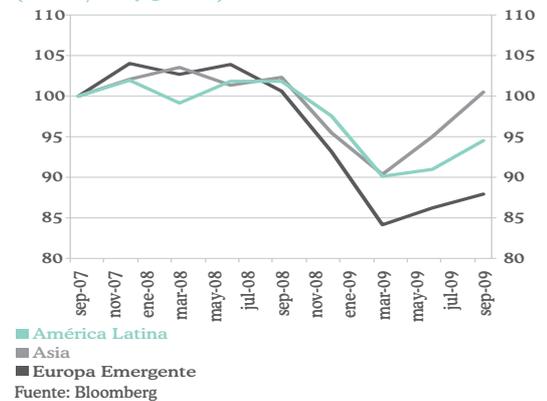


Evolución de la Cuenta Corriente y Resultado Fiscal 2000-2008 (% PIB)



Fuente: WEO, IIF, Servicio de Estudios BBVA. América Latina: Argentina, Brasil, Chile, Colombia, Perú, México y Venezuela. Europa Emergente: Polonia, Hungría, República Checa, Eslovaquia, Estonia, Letonia, Lituania, Bulgaria, Rumania, Turquía, Ucrania. Asia: China, Hong Kong, India, Indonesia, Corea, Filipinas, Singapur, Taiwan, Tailandia.

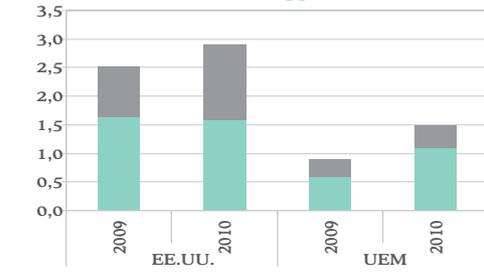
Producción Industrial (Índice, 2007:3=100)



Economías emergentes y G3: Crecimiento del PIB

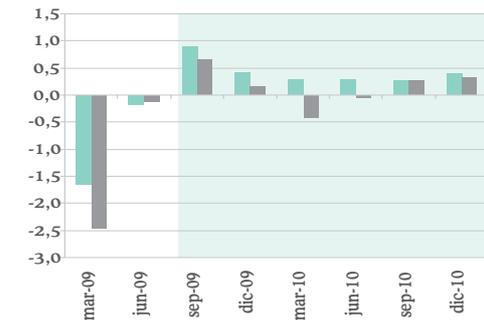


EE.UU. y UEM: Contribución de los paquetes de estímulo fiscal al crecimiento del PIB (pp)



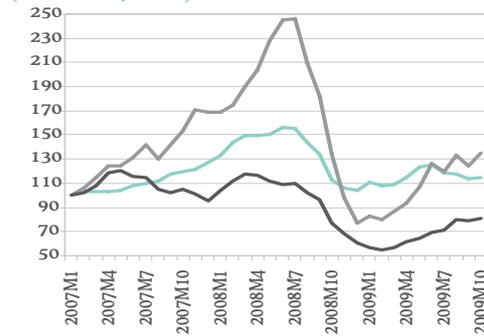
■ Ingresos y transferencias
■ Gasto
Fuente: Servicio de Estudios BBVA

EE.UU. y UEM: Crecimiento del PIB (variación intertrimestral %)



■ EE.UU.
■ UEM
Fuente: Servicio de Estudios BBVA

Precio de Materias Primas (Enero 2007=100)



■ Precio de alimentos
■ Precio de metales
■ Precio del petróleo
Fuente: FMI

Y los precios de materias primas se recuperan en este contexto más positivo

La fuerte demanda proveniente de China primero, y las perspectivas de una recuperación de los países desarrollados en 2010 han dado un soporte muy importante a las materias primas, que iniciaron su recuperación junto a los mercados de renta variable. En los últimos meses, la caída en la aversión al riesgo y el debilitamiento del dólar han atraído inversiones financieras a estos mercados, apoyando la recuperación de precios. Ello ha permitido aliviar las presiones sobre la financiación pública que experimentaron algunas economías emergentes a comienzos del año y han dado un sustento adicional a la apreciación de las monedas de países ricos en recursos naturales.

Las perspectivas de precios para 2010 dependerán de la sincronización entre la recuperación de la producción industrial en países desarrollados y la normalización de la demanda proveniente de China. Como esperamos que la segunda preceda a la primera, estimamos que los fundamentos deberían apuntar a una corrección moderada de los precios de materias primas en los meses venideros, seguida de nuevas alzas en la medida que la reactivación de la demanda global comience a dejar de manifiesto las restricciones para ampliar la capacidad de oferta en los próximos años.

3. Panorama Macroeconómico de América Latina

Se inicia la recuperación

A mediados de año manifestamos nuestra convicción de que las economías de la región habían alcanzado el punto más bajo del ciclo en el segundo trimestre de este año y que comenzaba la recuperación, apoyada en mejores precios de materias primas, menor aversión al riesgo a nivel global y un retorno paulatino de la confianza local, e impulsada por políticas monetarias y, en algunos casos, fiscales expansivas. Hoy, con información parcial al tercer trimestre del año, vemos que ese pronóstico se está materializando, incluso con una recuperación algo más vigorosa de la que anticipábamos.

Si bien la región todavía sufrirá una recesión en 2009, con una caída del PIB agregado que estimamos en 2,5%, vemos una consolidación de la recuperación y la mejora en las expectativas de crecimiento, especialmente en 2010 cuando la región crecería 3,5%. Estas previsiones implican una revisión al alza de 0,9% en cada año respecto de la previsión de fines del primer semestre.

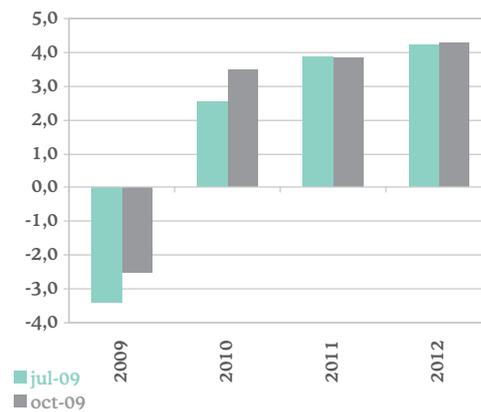
Nuestro mayor optimismo se funda en mejoras en el entorno externo e interno que están experimentando los países. En el plano internacional lo más destacable es la caída persistente de las primas de riesgo, especialmente en lo que respecta a los países en desarrollo. Ello se ve reflejado en un mejor acceso a los mercados de créditos y de capital, con una recuperación de los respectivos flujos a la región. Un segundo elemento que ha sido crucial para aquellos países con menor acceso a mercados financieros internacionales, ha sido la fuerte recuperación de los precios de productos básicos, especialmente petróleo y metales, que han llegado a niveles más altos que los previstos y han permanecido allí por más tiempo que el que esperábamos, lo que en alguna medida es consecuencia de la consolidación de la recuperación de las economías desarrolladas y la reactivación de sus sectores industriales.

En el plano doméstico se destaca en primer lugar la paulatina recuperación de las confianzas de consumidores y productores, que está sentando las bases para una incipiente recuperación de la demanda interna, especialmente en los mercados de bienes duraderos (automóviles, por ejemplo) y viviendas. También ha contribuido a este proceso el fuerte estímulo monetario que han aplicado prácticamente todos los países de la región, que han ayudado a una baja de los tipos de interés de mercado muy significativa. Finalmente, también ha habido sorpresas positivas en el desempeño de los planes fiscales, después de un inicio más bien débil en casi todos los países. En este plano tenemos que más países han sido capaces de aplicar planes de estímulo, principalmente centrados en gastos de inversión, y la ejecución de ellos ha comenzado a acelerar, después de un comienzo relativamente lento. Todos estos factores se han combinado para que en la mayoría de los países ya se observe una recuperación clara en el tercer trimestre del año respecto del segundo.

Tal como se aprecia en el gráfico hay una sincronización muy notable en la evolución de la demanda interna de los países de la región, a pesar de las marcadas diferencias en la amplitud de las variaciones. Resulta destacable también la fuerte magnitud de la caída de la demanda en México y Chile, dos países relativamente abiertos al comercio exterior, pero muy disímiles en cuanto al tamaño de sus economías y la diversificación de su comercio exterior.

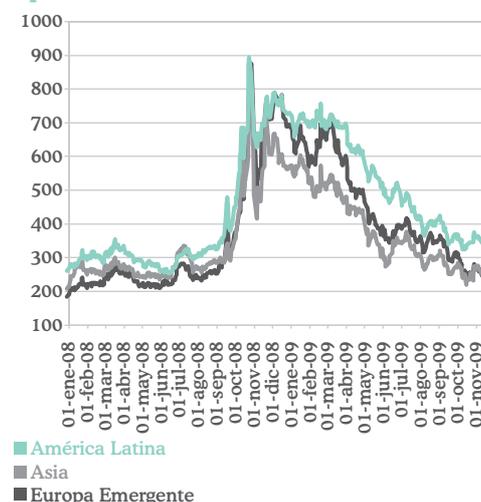
En un plano más positivo, cabe destacar la rápida recuperación de la demanda en Brasil, que se ha visto respaldada por estímulos fiscales

América Latina: Comparación de previsiones de crecimiento



Fuente: Servicio de Estudios BBVA

Spread EMBI +



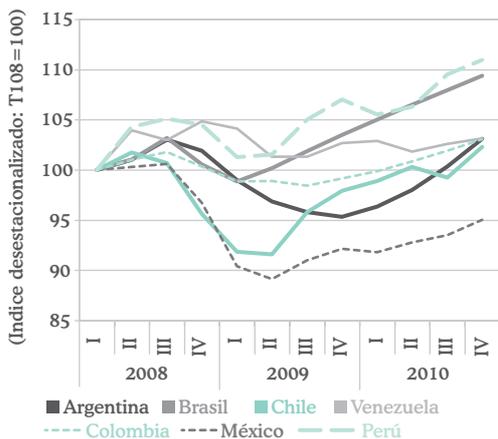
Fuente: JPMorgan y Dtastream

Entradas acumuladas en renta variable (mM \$)



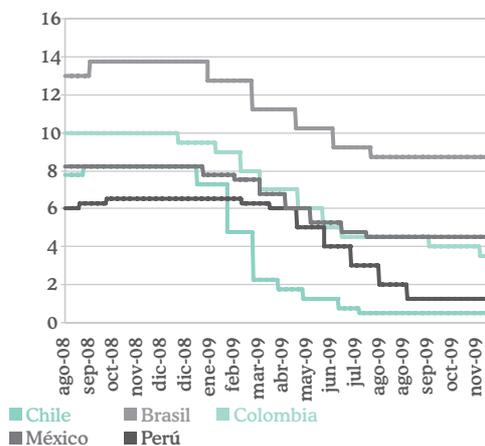
Fuente: Fuente: Servicio de Estudios BBVA en base a EPFR

Evolución de la Demanda Interna en América Latina



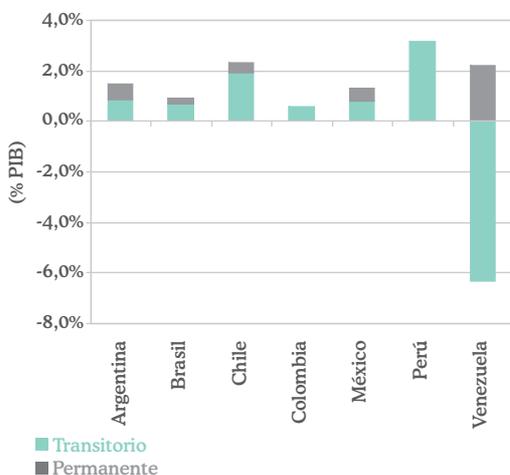
Fuente: Servicio de Estudios BBVA

Tipos Oficiales



Fuente: Bloomberg

Composición de los estímulos fiscales 2009



Fuente: Servicio de Estudios BBVA

transitorios a la compra de automóviles y por un desempeño muy notable del mercado de trabajo, que después de un deterioro inicial, se ha recuperado, mostrando hoy una creación neta de empleos formales respecto al período previo a la crisis.

Tal como explicábamos en LatinWatch de julio pasado, las políticas económicas han jugado un rol muy importante para dar un piso de sustentación a la demanda interna. Las bajas de tipos de interés de referencia han sido muy agresivas y en algunos casos, como Chile, fueron reforzadas por medidas cuantitativas de provisión de liquidez. Si bien estas políticas fueron muy importantes para superar restricciones de crédito que se dieron a fines de 2008 y comienzos de 2009, todavía no ha transcurrido tiempo suficiente como para que los impulsos monetarios se manifiesten con toda su fuerza, lo que se espera que ocurra recién en la última parte del presente año y principios de 2010. Prácticamente todos los bancos centrales de la región han alcanzado ya niveles mínimos de tipos y han señalado que están en los inicios de una pausa prolongada en movimientos de tipos de interés, y que éstos posiblemente no empezarán a subir hasta fines del primer semestre.

Una sorpresa en 2009 ha sido la magnitud y diversidad de los estímulos fiscales aplicados en la región. Aquellos países que habían acumulado ahorros en el período de bonanza previo, como Chile y Perú, anunciaron y pusieron en práctica programas de estímulo fiscal de gran magnitud y diseñados de manera de combinar un fuerte impacto en la demanda agregada, pero sin generar compromisos permanentes de mayores gastos o menores impuestos que pudiesen complicar la gestión fiscal futura. Argentina también aplicó un estímulo fiscal importante, recurriendo a la estatización de los ahorros en los fondos de pensiones, lo que provocó fuerte incertidumbre y tuvo un costo importante en el muy corto plazo. Brasil y Colombia fueron más conservadores en esta materia, pues se concentraron en asegurar la financiación de presupuestos fiscales expansivos y agregaron algunos estímulos marginales, como la rebaja transitoria de impuestos a la compra de vehículos nuevos en Brasil, que resultaron fundamentales para dar soporte a un sector clave para la actividad industrial y el empleo en dicho país. Venezuela, en cambio, se vio obligada a realizar un recorte de gastos en respuesta a la fuerte caída de los ingresos petroleros. Sin embargo, la posterior recuperación de precios del petróleo permitió revertir esos recortes y la política fiscal ha adoptado un tono mucho menos contractivo en la segunda mitad del año.

En general los países han optado por aumentar gastos más que por reducir impuestos, y cuando han hecho uso de esta última herramienta ha sido con ajustes transitorios. En lo que respecta a gastos, han tendido a privilegiar la inversión, asumiendo riesgos de lentitud en la ejecución, que efectivamente complicaron a las autoridades en la primera parte del año en Colombia y Perú, pero que luego han aportado sorpresas positivas en ambos casos. Sólo Chile ha usado transferencias de ingresos, mediante el pago de dos bonos equivalentes a USD 75 por persona cada uno, focalizados en miembros de familias de bajos ingresos. La ventaja de estos bonos ha sido el rápido efecto multiplicador, pero su inconveniente ha sido generar presiones por más medidas de este tipo.

La inflación permanece bajo control

Ya en la edición de julio destacábamos la rapidez con que se ha ajustado la inflación al nuevo entorno económico. En los meses posteriores dicha tendencia se ha confirmado y hoy todos los países que tienen metas de inflación se encuentran dentro o por debajo de los rangos oficiales. El caso más llamativo es el de Chile que pasó en menos de un año de una inflación anual superior a 9% a fines de 2008 a una

cifra de inflación anual negativa. Brasil y Colombia han logrado rebajas inesperadas de la inflación y las autoridades están intentando convertirlas en ganancias permanentes por la vía de apuntar a metas más bajas para 2010. Es particularmente destacable el hecho que la reducción de la inflación se ha producido a pesar de la fuerte recuperación de los precios de los combustibles y de algunos alimentos.

Este logro ha reforzado la credibilidad de los bancos centrales dando mayores márgenes de acción de cara al futuro. Si bien hoy no existen presiones inflacionarias en los países mencionados, las tasas de interés muestran una gran sensibilidad a cualquier señal de retiro del estímulo monetario y comienzo del ciclo de alzas de tipos de interés oficial. La mayor credibilidad de las autoridades monetarias es un factor que ayudará a retrasar algunos meses dicho ciclo.

Y las cuentas externas mejoran

Una de las consecuencias más llamativas del fuerte ajuste de la demanda interna ha sido una contracción extraordinaria de las importaciones, especialmente de bienes de consumo durable, bienes de capital y algunos bienes intermedios. Ello ha dado como resultado que las balanzas comerciales de la región se han mantenido superavitarias, a pesar de las caídas en precios y volúmenes de las exportaciones. A medida que los precios de algunos productos claves para la región como los del petróleo, el cobre y algunos productos agrícolas se han recuperado, ello se ha traducido en mejoras adicionales de las balanzas comerciales, proporcionando un alivio muy importante en países como Argentina y Venezuela, que se encuentran muy restringidos en su acceso a los mercados financieros internacionales. En su caso esto ha permitido relajar algo las restricciones a los mercados oficiales de divisas, que en algunos casos estaban ocasionando problemas de abastecimiento de materias primas e insumos industriales, con consecuencias negativas sobre la actividad económica.

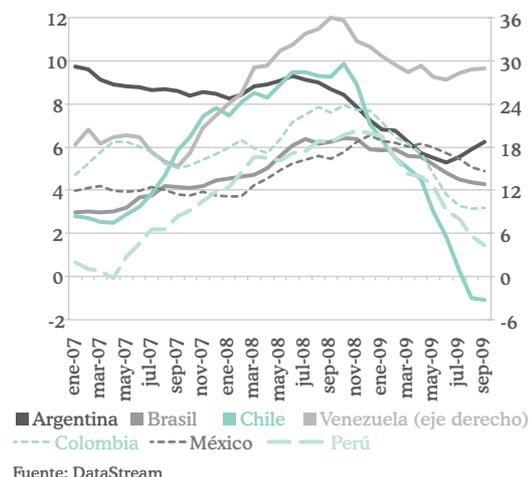
En los últimos meses la baja generalizada de la aversión al riesgo se ha traducido en mayores flujos de capital a la región, por lo que las monedas han recuperado buena parte del valor perdido desde fines de 2008, con excepción de Argentina y México cuyas monedas se han mantenido depreciadas, algo que ha sido alentado por las autoridades en el caso de Argentina. Con ello han vuelto las intervenciones masivas de los bancos centrales comprando dólares y acumulando reservas, especialmente en Brasil, Argentina y Perú, que en el caso del primero ha sido reforzado por un impuesto a los ingresos de capitales.

Chile y Colombia han optado por no intervenir en los mercados cambiarios aún, pero las autoridades han manifestado preocupación por eventuales problemas de competitividad y no se descarta que en un futuro cercano inicien intervenciones si las respectivas monedas continúan apreciándose.

Con todo la recuperación de la demanda interna debería comenzar a manifestarse en un mayor crecimiento de las importaciones y los mayores precios de materias también deberían reflejarse en mayores remesas de utilidades de las empresas extranjeras que operan en estas actividades, tendiendo a un mayor balance en las operaciones cambiarias derivadas de la cuenta corriente.

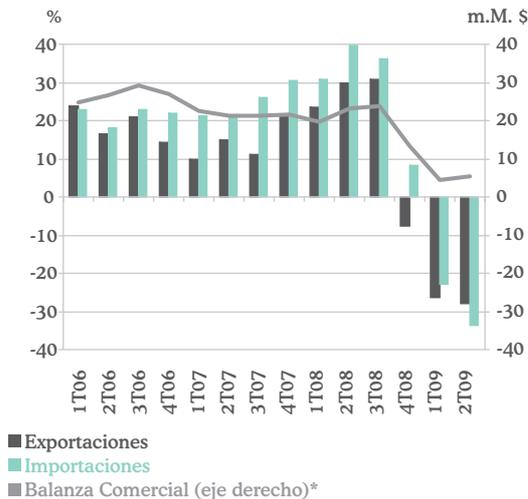
Un factor de incertidumbre, con fuerte impacto en las monedas, es la evolución futura de los precios de materias primas. Dichos precios han experimentado una fuerte alza en lo que va corrido del año, a pesar de que los fundamentos apuntan a mayores holguras de abastecimiento en mercados como el petróleo y el cobre. La fuerte correlación de corto plazo entre estos precios y la debilidad del dólar sugiere que existe un componente de inversiones financieras en estos mercados que ha

América Latina: Inflación (% a/a)



América Latina:

Evolución de la Balanza Comercial



■ Exportaciones
■ Importaciones
■ Balanza Comercial (eje derecho)*

Fuente: OMC y Servicio de Estudios BBVA
*Media Móvil 3 trimestres.

contribuido a dar un soporte a estos precios a los niveles actuales. Por otra parte, las expectativas de una recuperación algo más rápida de la economía mundial también plantea dudas sobre el balance de oferta y demanda en estos mercados en los próximos años, después que muchos proyectos de inversión se postergaron o cancelaron en respuesta a la caída de precios de 2008 y a las mayores dificultades para obtener financiación. Con todo, si la holgura persiste y aumenta, esperamos que ocurra una corrección a la baja en precios de materias primas, lo que contribuiría a debilitar algo las monedas de estos países.

Pero el retiro del estímulo monetario no se ve fácil

Una de las paradojas del éxito relativo de América Latina es que las entradas de capitales están presionando a la apreciación de las monedas, y varios países de la región ven a futuro una situación parecida a la que vivían a comienzos de 2008, cuando los términos de intercambio y los flujos de capitales eran muy favorables, limitando la capacidad de los bancos centrales para actuar frente a las presiones inflacionarias. En esta ocasión todavía estamos lejos de un rebote inflacionario, pero con precios del petróleo y otros commodities muy firmes, y con una recuperación en marcha, es muy posible que ellas vuelvan a aparecer avanzado el año 2010.

Frente a esta disyuntiva, es posible que los bancos centrales decidan intervenir en los mercados cambiarios, tal como muchos lo hicieron en 2008, algo que a una escala limitada parece una política razonable, considerando que existen riesgos considerables de acceso a financiación en el futuro, en la medida que la mayoría de los grandes bancos internacionales todavía sufran de problemas de capitalización. Por otra parte, la recuperación de la economía mundial todavía es frágil, y nada asegura que los términos de intercambio no vuelvan a caer en el futuro cercano. Sin embargo, esta intervención necesariamente tiene un alcance limitado, entre otras cosas porque inyectaría más liquidez a la economía y los bancos centrales no tienen una capacidad ilimitada de esterilización. Por otra parte, en la medida que la apreciación de estas monedas responde a un fenómeno global, que resulta tanto de la debilidad del dólar como de una mejor evaluación de la solidez de estas economías, es bastante obvio que no hay intervención de estos bancos centrales que sea capaz de compensar ambos factores. Frente a ello, es muy posible que veamos respuestas de dos tipos:

- Mayores controles a las entradas de capitales, un camino ya recorrido en el pasado, con efectos limitados y que suele provocar distorsiones importantes en el funcionamiento de los mercados financieros,
- Una gestión activa de la política fiscal, reduciendo el impulso proveniente del presupuesto para permitir una postergación del relajamiento monetario.

En la práctica posiblemente veremos una mezcla de ambas reacciones de política, junto a una mayor tolerancia de apreciación de las monedas. La composición de dicha mezcla dependerá de la voluntad de las autoridades fiscales, algo que se ve más probable en Chile y Perú, tanto por el diseño de las políticas fiscales en estos países, con un elevado componente transitorio, como por la etapa en el ciclo político: en Chile se inaugura un nuevo gobierno en marzo de 2010, lo que puede ser una buena oportunidad para hacer un ajuste fiscal, mientras que en Perú las elecciones están más lejanas y el actual presidente no tiene un heredero político fuerte que presione por una continuidad en el estímulo fiscal.

En el caso de Brasil y Colombia, percibimos menos voluntad por hacer recortes de gasto, y en el caso de Brasil hay una elección presidencial disputada, lo que lo hace aún más difícil. No es de extrañar entonces que en dicho país se haya optado por medidas de control de capitales. En Colombia, en cambio, vemos un mayor espacio para política fiscal, por el lado tributario, y el proceso de elecciones quedará terminado a mediados de año. En el intertanto, es posible que se opte por medidas de control de liquidez de corto plazo, sin subir tipos oficiales, y mayor intervención en el mercado cambiario. Las recientes rebajas de tipos de interés oficiales en Colombia, que han sorprendido a los mercados, podrían interpretarse también como una respuesta a la preocupación por la fortaleza del peso, en un contexto de tranquilidad respecto de la inflación.

Argentina y Venezuela no tienen suficiente acceso a los mercados de capitales internacionales como para que este tema sea una preocupación todavía, aunque en el caso de Argentina sí podría haber algún riesgo si se materializa un canje de deuda exitoso, mientras que México está demasiado vinculado al ciclo económico de los Estados Unidos como para que la apreciación se convierta en una preocupación seria en 2010.

En resumen, la región sale fortalecida de una crisis global, por primera vez en un siglo

La real novedad de este episodio es que América Latina está saliendo fortalecida, en términos relativos, de una crisis global sin precedentes por su intensidad y extensión, en más de medio siglo. Esto representa un cambio muy fundamental respecto del pasado, donde la vulnerabilidad de las economías de la región era tal, que terminaban amplificando los ciclos externos, especialmente cuando ellos eran negativos. Esto es el resultado de mejores condiciones externas, tanto en la etapa previa de la crisis, como por la rápida recuperación de los precios de materias primas, pero sin duda también es el reflejo de cambios estructurales muy profundos en la región.

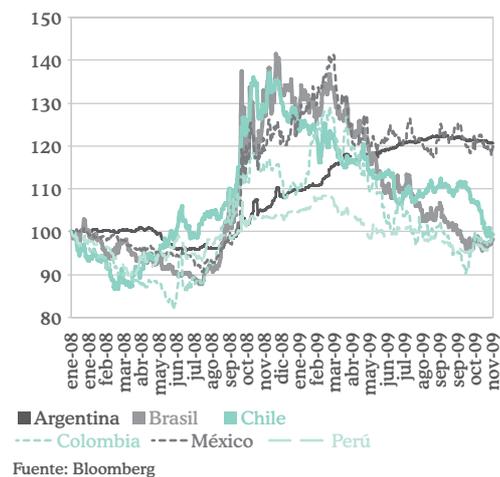
En primer lugar cabe destacar la presencia de bancos centrales solventes y con una muy merecida credibilidad en la lucha contra la inflación. En segundo lugar, economías mucho más flexibles, con precios que reflejan mucho mejor los fundamentos de mercados (incluyendo tipos de interés y de cambio) y un mayor grado de apertura en la región.

En tercer lugar, y decisivo en la actual coyuntura, instituciones y políticas fiscales que han mejorado la situación patrimonial y financiera de los gobiernos, dando espacios de maniobra para la reacción fiscal sin precedentes en la región.

Por último, pero no por ello menos importante, sistemas financieros que han aprendido de las crisis del pasado, lo que ha quedado plasmado en mejores normas, mejor supervisión y conductas mucho más cuidadosas de los bancos. En este episodio, a pesar de la severa crisis de liquidez de fines de 2008, no han quebrado bancos y las tasas de mora han subido muy moderadamente, sin poner en peligro a las instituciones financieras. En ningún país de la región se ha requerido de rescates a los bancos.

Todo esto está influyendo para que mejore la apreciación sobre la capacidad económica de la región para absorber choques externos adversos, lo que ha sido una debilidad histórica de ella. Con esto, se facilitará la integración futura a la economía mundial, permitiendo el acceso en mejores condiciones a los capitales que la región necesita para crecer.

Tipo de Cambio Índice Enero 2008=100



Recuadro 1. Controles de Capital: lecciones de la experiencia latinoamericana

La quiebra de Lehman Brothers supuso la incorporación del mundo emergente dentro del radio de acción de la crisis financiera, momento en el que comenzó un período de intensa volatilidad cambiaria, que deparó fuertes depreciaciones para las monedas de la región (ver gráfico). Posteriormente, la recuperación de algunas de estas divisas ha sido igual de intensa, y son varios los países (Brasil, Chile, Colombia y Perú) que muestran una apreciación neta desde la quiebra del banco de inversión.

Gráfico 1.
Tipo de Cambio
(Variación % desde Lehman Brothers)



Fuente: Bloomberg y Servicio de Estudios BBVA

La reciente apreciación ha comenzado a convertirse en un problema. Por un lado, se traduce en un deterioro de la competitividad. Por otro, podría dificultar las estrategias de salida en la región. Hasta el momento, las iniciativas para contrarrestar esta tendencia se habían limitado a la compra de divisas en los mercados cambiarios. Pero junto a estas intervenciones, empiezan a surgir medidas más agresivas, como la adoptada por Brasil al reinstaurar¹ un impuesto del 2% a las entradas de capital, tanto en mercados de renta variable como de renta fija. Las operaciones asociadas a la inversión extranjera directa (IED) quedan exentas, al no tener una motivación especulativa². Dentro de la región, Colombia aparece a ojos de algunos analistas como otro de los posibles candidatos a imponer este tipo de frenos al libre tránsito del capital extranjero³.

Con algunos países de la región moviéndose hacia un mayor control en su cuenta de capital, cabe preguntarse acerca de la efectividad de este tipo de medidas. Para ello, la

¹ Brasil ya impuso una tasa del 1.5% sobre las entradas de capital en marzo de 2008, medida que estuvo vigente hasta octubre del mismo año.

² Los flujos de IED suelen estar exentos del pago de este tipo de cánones, ya que además de los beneficios teóricos que proporcionan a la economía receptora (aumento del stock de capital físico y humano, o de la capacidad exportadora, entre otros) responden a decisiones empresariales a largo plazo, siendo en general más estables que los flujos de cartera o de deuda.

³ Consideramos improbable la aplicación de estos controles en Colombia, dado que la mayor parte de flujos recibidos son de IED y flujos de deuda destinados a satisfacer necesidades de financiación públicas

presente sección recorre la experiencia de la región en la aplicación de controles para limitar la entrada de capitales de corto plazo, que se remonta a principios de la década de los noventa, y que tiene en Brasil, Chile y Colombia a sus máximos exponentes. Durante este período, los tres países se hallaban inmersos en un proceso de reformas económicas que, entre otros objetivos, conllevó una extensa liberalización de la cuenta financiera, y un aumento de los flujos externos de capital. Este proceso generó dos preocupaciones a los responsables de la política económica: por un lado, la mayor entrada de capital externo presionaba por una apreciación de la moneda, afectando la competitividad de los países. Un problema añadido era la posibilidad de que la cuenta de capital se viera excesivamente sesgada hacia flujos de corto plazo, por tanto más procíclica y propensa a reversiones abruptas.

Inicialmente, la respuesta de estos gobiernos fue la de contrarrestar la apreciación de sus monedas a través de intervenciones cambiarias, junto con operaciones de esterilización para evitar tensiones inflacionistas. Pero eventualmente, tanto el coste asociado de la esterilización⁴ como su escasa efectividad para detener las presiones sobre el tipo de cambio forzaron la adopción de medidas más coercitivas. En los casos de Chile y Colombia, el principal instrumento para moderar la llegada de flujos de capital fue la adopción de encajes no remunerados. En Chile, estos encajes aparecen en 1991, siendo inicialmente fijados en un 20% durante 90 días, para llegar en años siguientes hasta el 30%, con una duración mínima de un año. La adopción de encajes también es acompañada en el caso chileno de otros límites temporales mínimos para el mantenimiento de las inversiones extranjeras, tanto directas como de cartera, así como condiciones más restrictivas para el endeudamiento externo de las compañías nacionales, y una liberalización de la salida de capitales.

A partir de 1993, Colombia estableció encajes no remunerados a los préstamos internacionales a corto plazo, como complemento a un impuesto del 10% a determinadas transferencias con el extranjero. Este tipo de medidas también han sido aplicadas a los flujos de entrada de corto plazo en períodos más recientes (2004, 2007), que de forma temporal llegaron a prohibir completamente la entrada de inversiones con un horizonte menor de 12 meses.

La experiencia brasileña en la aplicación de controles sobre la cuenta de capital es contemporánea a la colombiana y chilena. Pero además de responder a efectos derivados de reformas liberalizadoras de la economía, es sobre todo fruto de la coexistencia de persistentes necesidades de financiación pública con fortísimas tensiones de precios. Una combinación que obligó a mantener un diferencial de tipos con el exterior elevado, alimentando la llegada de capital exterior. En este contexto, el intento de desincentivar los flujos de capital a corto plazo se concentró en los de renta fija, a través del aumento de los plazos mínimos para los

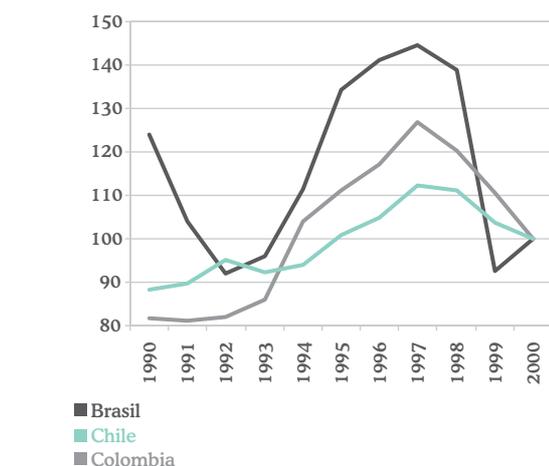
⁴ Para la gran mayoría de economías emergentes, las operaciones de esterilización tienen el coste asociado a un diferencial de tipos positivo (tipo de interés de la deuda soberana doméstica mayor que el de la extranjera).

préstamos externos, la reducción de las obligaciones bancarias en moneda extranjera, o la imposición de una "tasa de entrada" a las inversiones extranjeras en renta fija. En 1994, ésta fue extendida al conjunto de inversiones de cartera, junto con medidas tendentes a impedir la capacidad de la innovación financiera para sortear las restricciones regulatorias a la inversión extranjera en activos de corto plazo.

¿Son eficaces los controles de capital?

La evidencia sobre la efectividad de los controles de capital está estrechamente ligada al objetivo considerado. En general, la literatura empírica no encuentra un efecto significativo de estas medidas sobre la senda del tipo de cambio⁵. En el caso de los tres países mencionados, estas medidas no impidieron que el tipo de cambio efectivo real siguiera apreciándose hasta la crisis asiática de 1997.

Gráfico 2.
Tipo de cambio efectivo real
(2000 = 100)

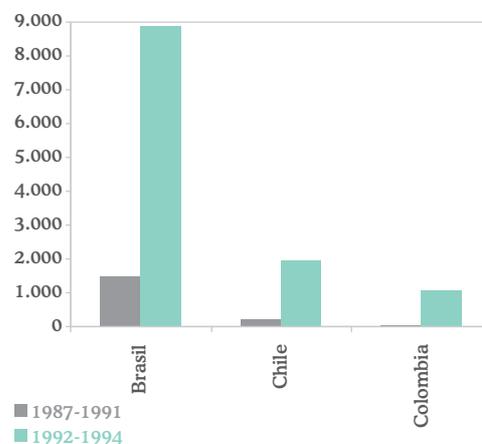


Si por el contrario el objetivo considerado es la limitación del volumen de flujos de entrada, los resultados de la literatura econométrica son algo más favorables. Aunque los controles de capital no pudieron evitar un flujo mayor de capital considerado de corto plazo en los tres países (ver gráfico), existen varios estudios que encuentran un efecto limitador sobre dicho volumen⁶, que en general es breve y con una efectividad limitada a los meses inmediatamente posteriores a la adopción de controles.

⁵ Para una síntesis extensa de las conclusiones de la literatura empírica, ver Reinhart et alia (2007).

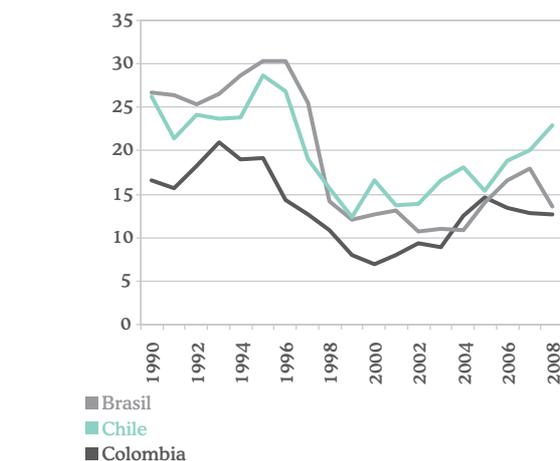
⁶ Algunas referencias en este sentido son De Gregorio et al (1998) para el caso de Chile, Cardoso y Goldfjan (1998) en Brasil, u Ocampo y Tovar (2003) en Colombia.

Gráfico 3.
Flujos netos de inversión de cartera y deuda de c.p.
(USD M, promedio)



Por último, estos controles parecen mucho más efectivos para modificar la composición de los flujos de capitales, sesgando la cuenta financiera hacia flujos con plazos más largos. Esta tendencia es extensible al endeudamiento externo: El gráfico adjunto comprende una tendencia decreciente en la proporción de la deuda a corto plazo para los tres países, que para algunos estudios econométricos es directamente atribuible a la adopción de controles⁷.

Gráfico 4.
Ratio deuda externa a corto plazo sobre deuda externa total (%)



⁷ En el caso colombiano, Ocampo y Mora (1999) encuentran que los encajes contribuyeron de forma significativa a un aumento del plazo medio de la deuda externa del país. Una alteración similar hacia flujos de largo plazo se encuentra para Chile en Soto (1997) y De Gregorio et al (1998).

En definitiva, la experiencia de América Latina en la imposición de estos controles sugiere que han sido mucho más efectivos en sesgar la cuenta financiera hacia flujos de mayor duración, pero no así en reducir el volumen total de flujos, y sobre todo las presiones apreciatorias sobre el tipo de cambio. Entre los factores que han podido socavar la efectividad de estos controles podemos destacar una cobertura incompleta, que deja exenta a una parte relevante de los flujos de capital, y en concreto a la IED, en un período en que este tipo de flujos recibieron un importantísimo aliciente a través de las privatizaciones de empresas públicas. Asimismo, algunos autores señalan que la misma imposición de este tipo de medidas puede favorecer un aumento en la llegada de flujos si redundan en una menor vulnerabilidad de la economía⁸. Pero quizás la conclusión generalmente más compartida en los estudios empíricos es que uno de los mayores impedimentos a la efectividad de estas medidas es el grado de desarrollo financiero de los mercados nacionales, que en estos países es lo bastante elevado como para permitir a los agentes económicos eludir los controles a través de la innovación financiera. Por tanto, en la medida en la que el proceso de desarrollo financiero en América Latina ha continuado durante la presente década, la efectividad de los controles de capital podría haberse visto reducida con el tiempo.

Esta última consideración parece estar plenamente vigente en el último intento de Brasil para controlar su cuenta financiera⁹. Pero además, la cercanía de un ciclo de mayor restricción monetaria, con las primeras subidas de tipos de interés previstas para el segundo trimestre de 2010, será un estímulo adicional a la apreciación del real. De este modo, esperamos que el Banco Central continúe con su política de compra de divisas y consiguiente acumulación de reservas¹⁰. Asimismo, no podemos descartar la posibilidad de medidas adicionales, que podrían ir desde un aumento del tipo de gravamen en el IOF, a una liberalización de la salida de capitales. Opciones que, no obstante, presentan sus propias limitaciones para contener las presiones alcistas sobre el tipo de cambio¹¹, por lo que esperamos que los fundamentales que favorecen un real fuerte sigan siendo determinantes en la evolución de esta moneda.

⁸ Esta conclusión es avanzada en Cordella (1998)

⁹ Para una explicación más detallada, remitimos al lector a la última edición de Situación Brasil, disponible en <http://serviciodeestudios.bbva.com/KETD/ketd/esp/nav/geograficas/latinoamerica/brasil/index.jsp>.

¹⁰ Nuestras previsiones estiman un nivel de reservas de 245 Mm de dólares para finales de 2009 (actualmente en 235 Mm) y de 280 Mm para finales de 2010.

¹¹ La flexibilización de la salida de capitales, por ejemplo, puede actuar como un incentivo adicional a la entrada de flujos, dada la mayor facilidad para futuras repatriaciones de capital.

Referencias:

- Ariyoshi, Akira; Karl Habermeier, Bernard Laurens, Inci Otker-Robe, Jorge Iván Canales-Kriljenko, y Andrei Kirilenko (2000): “*Capital Controls: Country Experiences with Their Use and Liberalization*”. IMF occasional paper 190.
- Cardoso y Goldfjan (1998): “*Capital Flows to Brazil: The Endogeneity of Capital Controls*”. IMF Staff Papers, 45 (1), pp. 161-202.
- Cordella (1998): “*Can short term capital controls promote capital inflows?*” IMF working paper 98/131.
- De Gregorio, José, Sebastian Edwards and Rodrigo Valdés. 1998. “*Capital Controls in Chile: an Assessment*” Presented at the 11th Interamerican Seminar on Economics, Rio de Janeiro, Brazil.
- Edwards (1999): “*How effective are control on capital inflows?*”. Journal of Economic Perspectives vol 13, n° 4.
- Ocampo y Tovar (2003): “*Managing the Capital Account: Colombia's Experience with Price-Based Controls on Capital Inflows*”. Revista de la CEPAL, #81.
- Reinhart, Carmen y Magud, Nicolas (2007): “*Capital Controls: An evaluation*”. MPRA paper #14097.
- Soto, Claudio. (1997). “*Controles a los Movimientos de Capitales: Evaluación Empírica del Caso Chileno*” Banco Central de Chile.

José Ramón Perea
jramon.perea@grupobbva.com

Recuadro 2. La variación de inventarios y los ajustes cíclicos

La contracción de la actividad global que se registró durante 2008 y parte de este año ha resaltado la importancia que usualmente tiene el cambio en los inventarios durante las fluctuaciones económicas. Si bien representa una pequeña fracción del producto total, su volatilidad hace que su contribución al cambio en el PIB sea sustancial, en particular durante los periodos de caída.

¿Por qué las empresas mantienen inventarios? En un entorno de incertidumbre sobre las ventas y de interrupciones aleatorias de los suministros de insumos, los inventarios sirven para evitar interrupciones en los procesos productivos y asegurar el abastecimiento oportuno a los clientes. Ello, sin embargo, representa un costo de oportunidad ya que un bien acabado que no se vende hoy es un ingreso que no genera un rendimiento.

El modelo de suavización de la producción asume que una empresa incurre en costos para modificar el nivel de su producción. Por ello, para mantener el nivel de producción constante, acumulará o reducirá sus stocks de inventarios, en un contexto en el que el nivel de ventas fluctúa. En el modelo de minimización de costos fijos de órdenes de compra se asume que la adquisición de insumos conlleva costos fijos por lo que la empresa preferirá acumular inventarios, de tal manera de que la frecuencia de compras se reduzca. Sin embargo, en la medida que suban los tipos de interés o se torne más incierto el acceso a la financiación, las tenencias de inventarios disminuirán, al aumentar su coste de oportunidad.

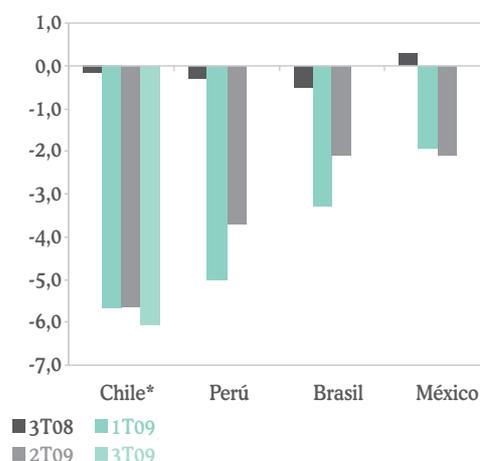
¿Cómo se vincula la dinámica habitual del ciclo de inventarios con las fluctuaciones del producto? El ciclo de inventarios se inicia con una disminución inesperada de la demanda que genera un incremento no deseado de las existencias. Para eliminar estos excedentes, las empresas reducen sus niveles de producción, incluso por debajo de sus ventas, así como los de empleo, lo que contrae aún más la demanda. Como resultado, la caída del producto se hace más severa. A medida que el stock de inventarios converge al nivel objetivo y la demanda se recupera, la producción no será suficiente para satisfacer las mayores ventas y evitar un descenso de los inventarios. En este contexto, será necesario incrementar la producción por encima de la demanda para restaurar el nivel deseado de inventarios, lo que incide positivamente sobre la actividad económica.

Durante la actual crisis financiera internacional, el proceso de ajuste de inventarios ha sido particularmente intenso y distinto del habitual: en lugar de producirse un aumento inesperado de existencias ante la caída en la demanda final, hemos sido testigos de reducciones en los inventarios, posiblemente anticipando fuertes caídas en la demanda final, en un entorno en que el acceso al crédito

era mucho más incierto por la crisis financiera. En la región, en particular, hemos visto correcciones severas de las existencias. En Brasil y México, por ejemplo, los inventarios contribuyeron con alrededor de 2pp a la caída del producto en 2T09, en un entorno de significativas contracciones en la producción industrial. En Chile, el ajuste a la baja de inventarios alcanzó un máximo histórico en 3T09, considerando que su contribución al PIB fue negativa en 6pp. Finalmente, en Perú, la variación de existencias ha tenido desde 4T08 un aporte negativo al crecimiento del producto, con un máximo en 1T09 de -5pp. En este último país, el ajuste de inventarios llevó en algunas ramas industriales a paralizar la producción, como fue el caso de siderurgia, en donde se registró de manera inesperada (ante la caída en las ventas) un incremento del número de días necesarios para liquidar existencias (de 187 días en 2T08 a 329 días en 3T08).

La información más reciente es mixta sobre si el proceso de reducción de inventarios se viene diluyendo en Latinoamérica. Así, en Brasil, por ejemplo, si bien la contribución de la variación de existencias al crecimiento del PIB es aún negativa, su magnitud en 2T09 (2pp) fue menor que en el trimestre previo (-3,3pp). En el caso de Perú, el indicador de niveles de inventarios (publicado por el Banco Central) sugiere que la reducción de los mismos habría concluido en agosto, luego de diez meses de caídas. Por otro lado, sin embargo, los datos disponibles más recientes en Chile y México reflejan que el aporte negativo de este factor se ha incrementado con respecto a lo visto en trimestres previos.

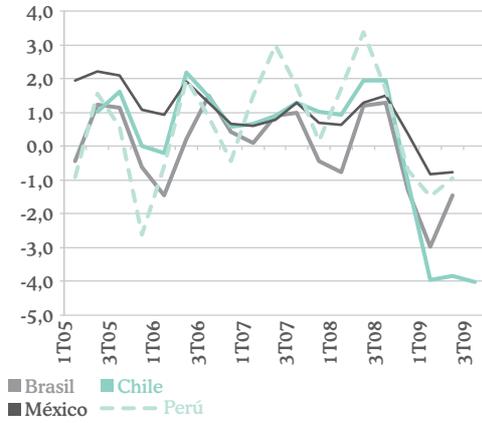
Gráfico 1.
América Latina: Contribución de la variación de inventarios al crecimiento del PIB (pp)



Fuente: Estadística Nacionales
(* Es la única que cuenta con datos 3T09).

En la medida de que los inventarios alcancen los niveles deseados, en un entorno de mayor optimismo sobre la recuperación de la actividad económica, las empresas reactivarán la producción para atender sus demandas, lo que podría dar un impulso adicional a la actividad en el corto plazo.

Gráfico 2.
América Latina: Variación de Existencias
 (% del PIB, promedio móvil 6M)



Fuente: Estadísticas Nacionales

Hugo Perea
 hperea@grupobbva.com.pe

4. Temas de fondo

4.1. Crisis y comercio internacional

Caída libre generalizada y sincronizada

Una de las manifestaciones más impresionantes de la crisis actual es la caída sin precedentes del comercio mundial que se observó en el último trimestre del 2008 y el primero del 2009: 21 y 22 % respectivamente en términos nominales e intertrimestrales. Aproximadamente la mitad de esta caída nominal se debe a una bajada de los precios de los productos comerciados internacionalmente, especialmente el de las materias primas y el del petróleo en particular. Dicho esto, la otra mitad, 7 y 11 % para ser exactos, sigue pareciendo muy fuerte, demasiado si se la compara con la caída de la demanda, principal determinante de los flujos internacionales de comercio. Sin embargo, el comercio internacional está compuesto esencialmente de bienes mientras que en el PIB el componente de servicios es mucho más importante, y menos sensible a los ajustes cíclicos¹. De esta manera, es más pertinente comparar la caída del comercio con la de la producción industrial. Esta última ha decrecido un 6% en cada uno de los trimestres trágicos, lo que se asemeja mucho a los 7 y 11% antes mencionados².

Quizás lo más destacable entonces del derrumbe del comercio internacional fue no tanto su amplitud que, como acabamos de ver coincide bastante bien con la caída generalizada de la producción industrial, sino su propagación súbita y sincronizada. Condiciones de crédito más difíciles contrajeron las posibilidades de gasto a través del mundo, incluyendo el gasto en importaciones. Pero, además, la división internacional de los procesos de producción (o especialización vertical) aceleró el mecanismo de transmisión de la crisis. Hoy en día las cadenas de producción están tan fraccionadas internacionalmente que los productos o sus componentes atraviesan varias fronteras antes de llegar al consumidor final. De hecho, los bienes de consumo representan menos del 27% del comercio mundial de mercancías (petróleo excluido). El resto son bienes intermedios (50%), bienes de capital (20%) y primarios (3%). De esta manera, cuando un shock financiero afecta la demanda en un país (EEUU, por ejemplo) y por ende la demanda de importaciones de bienes cuya producción está fragmentada (coches por ejemplo), también mecánicamente y rápidamente se ajusta la demanda de componentes que los socios comerciales requieren para producir este bien (equipamiento automotor), algunos de los cuales se producen en el país donde el shock se originó, lo que reduce inmediatamente sus exportaciones también, amplificando así el efecto del shock inicial.

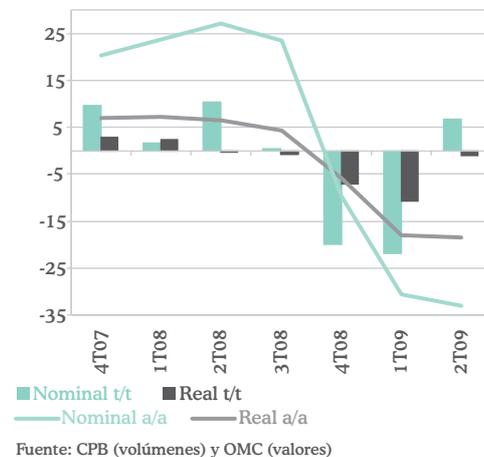
Así, la crisis financiera que empezó de forma localizada en EEUU en 2007 terminó afectando a la economía real en 2008 y se propagó a todas las geografías en gran medida a través del comercio internacional afectando a países sin mayores problemas financieros. La mencionada fragmentación internacional de los procesos de producción hizo que el shock negativo sobre los bienes duraderos repercutiera inmediatamente sobre los bienes intermedios (que representan más de la mitad del comercio mundial de mercancías), afectando así a todo el

¹ Además, el PIB está generalmente deflactado usando índices de precios en paridad de poder adquisitivo cuando para el comercio se usan los precios sectoriales observados en los intercambios internacionales. Si usáramos el mismo deflactor en los dos casos las cifras serían más cercanas.

² Aunque sigue siendo superior la caída del comercio a la del output. En el recuadro 3 "Un modelo para el comercio internacional" de esta misma publicación, explicamos esta sobre reacción por la escasez de financiación.

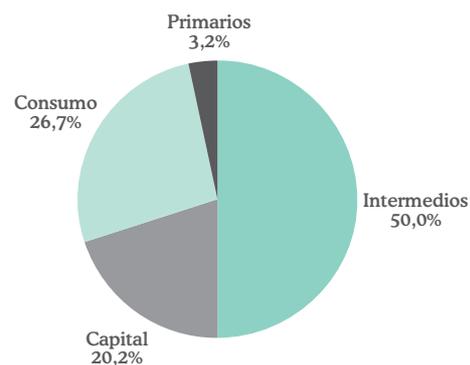
Soledad Zignago
soledad.zignago@grupobbva.com

Comercio mundial: evoluciones nominales y reales, interanuales e intertrimestrales



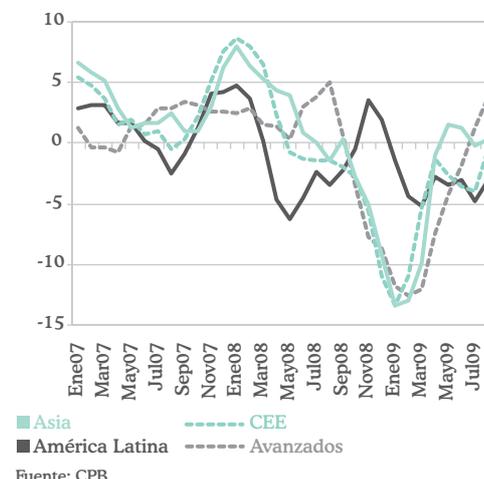
Fuente: CPB (volúmenes) y OMC (valores)

Comercio mundial por uso principal de los productos (excl. petróleo, 2006)



Fuente: BACI, clasificación BEC.

Exportaciones mundiales: % de cambio intertrimestral (de promedios de los últimos 3 meses)



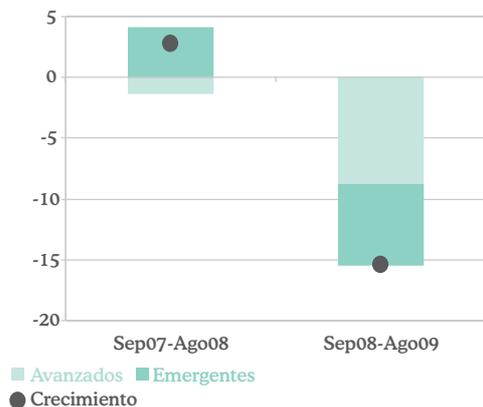
Fuente: CPB

Importaciones mundiales: % de cambio intertrimestral (de promedios de los últimos 3 meses)



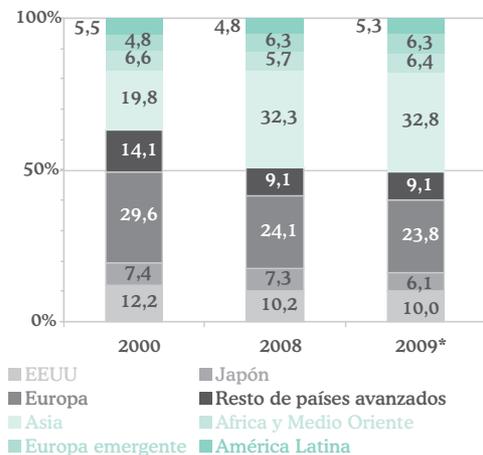
Fuente: CPB

Crecimiento del comercio mundial: contribuciones de avanzados y emergentes



Fuente: CPB

Volumen de las exportaciones mundiales: cuotas de mercado



Fuente: CPB. 2009*: hasta Agosto incluido y Servicio de Estudios BBVA

planeta. La contrapartida positiva de esta autopista de transmisión de los shocks es que funciona también para la recuperación: en términos nominales e intertrimestrales, después de caer 21 y 22% en los trimestres previos, el comercio mundial creció un 8% en el segundo trimestre de este año.

Todos los países del mundo han visto sus exportaciones decrecer drásticamente, prácticamente al mismo tiempo. Sin embargo, América Latina parece haber sufrido menos y se ha visto afectada más tardíamente por este colapso en términos de volúmenes de exportaciones³, lo que hace que todavía no se están observando tasas de crecimiento de las exportaciones latinoamericanas positivas. El crecimiento de las importaciones sigue un patrón diferente con, por un lado, Asia y América Latina que registran crecimientos muy importantes en los últimos meses y, por otro, Europa Emergente y los países desarrollados que apenas vuelven en agosto a tasas de crecimiento positivas. Este crecimiento diferenciado entre exportaciones e importaciones parece estar siguiendo el *timing* de recuperación de las economías: aquellas que ya salieron prácticamente de la crisis pueden volver a importar, las otras no pueden más que aprovechar esta demanda internacional y entonces solo vuelven a exportar.

Ganadores y perdedores

Cuando el comercio crece, y en la última década ha crecido considerablemente, el motor de este crecimiento son los países emergentes. Cuando el comercio cae, los culpables son los países avanzados. Esta regla general se aplica al derrumbe de fines del 2008: la contribución a la caída de los países avanzados es mucho más importante que la que tienen cuando el comercio mundial crece.

El colapso del comercio mundial refuerza entonces la tendencia que se viene observando de forma sostenida en la última década: la emergencia de nuevas fuerzas exportadoras como mecánicamente cuotas de mercado de los países avanzados. Del 2000 al 2008 las exportaciones de los países desarrollados han perdido 1,6 puntos porcentuales de cuota de mercado por año. Según los últimos datos disponibles, agosto 2009, el incremento de este año ya es de 1,5 puntos porcentuales, con lo que las exportaciones de los emergentes pasan a ser mayoritarias, con un 50,9% del total.

El principal ganador de estas cuotas del mercado mundial es Asia, que gana 13 puntos desde el 2000, en gran parte gracias al crecimiento espectacular de las exportaciones chinas. Otro importante ganador de esta década es Europa Emergente, que gana 1,5 puntos porcentuales. El posicionamiento relativo de América Latina y de África y Medio Oriente es más estable. Siendo grandes exportadores de materias primas su desempeño en volumen depende mucho de las fluctuaciones en los precios (y de la evaluación de estos precios en el momento de calcular los volúmenes). Lo cierto es que ninguno de los emergentes pierde cuotas de mercado si comparamos lo que va del 2009 con el año 2008. Dada la recuperación observada en los últimos meses, tanto de los flujos comerciales como de la demanda y del crédito mundial, esta tendencia de creciente peso de los emergentes debería consolidarse.

Desempeño de América Latina

Planteado el cuadro mundial y regional, el comportamiento de las exportaciones latinoamericanas por países y principales sectores es bas-

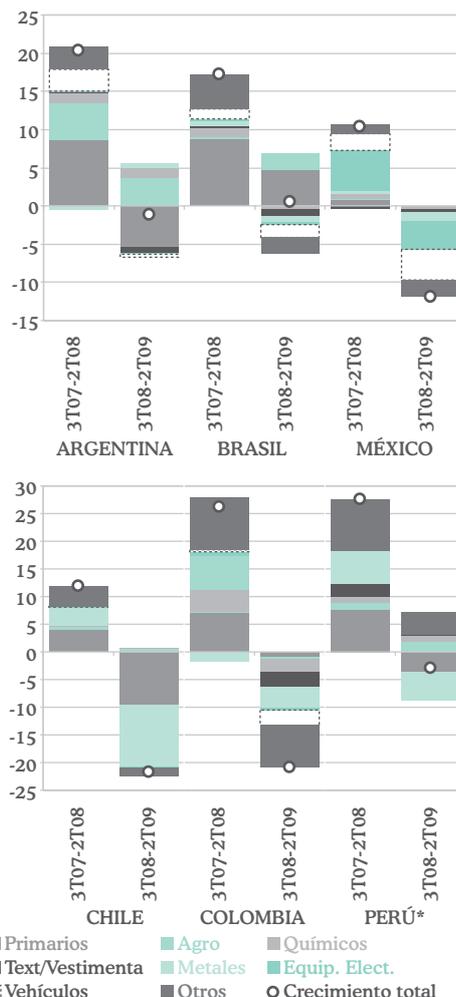
³ El comercio exterior japonés fue el que más sufrió la crisis mostrando también el rebote más importante en los últimos meses.

tante heterogéneo. Para esto, pasamos ahora a un análisis en términos nominales.⁴ Si consideramos los períodos Q307-Q208 y Q308-Q209, los crecimientos interanuales se hunden en todos los países de la región aunque de forma más o menos intensa. Las caídas registradas van desde -22 y -21 % para Chile y Colombia, -12 y -8% para México y Paraguay, -1,6 y 1,1% para Argentina y Uruguay, hasta un crecimiento de 0,5% para Brasil.

Dentro de estos crecimientos dispares, las contribuciones de cada sector son aún más heterogéneas, dependiendo de las especializaciones exportadoras de los países, tanto en cuanto a principales clientes como en cuanto a productos en los que cada exportador está especializado. Entre los sectores “culpables”, destacan el de los vehículos, el de los metales básicos y el de los bienes primarios, aunque no todos los países se ven afectados por igual. Así, el sector automotriz explica gran parte de la caída de las exportaciones mexicanas: el gráfico muestra cómo su contribución a la caída es más importante que lo que era su contribución al crecimiento del período anterior. La caída de la demanda en EEUU y la integración intra-NAFTA de las cadenas de producción en este sector explican esta contribución negativa en México pero un efecto similar se observa también en Brasil y Colombia. Los metales básicos, sector de bienes intermedios esencialmente que, como dijimos antes, son de los que más sufren cuando se cortan las cadenas de producción explican la mitad de la caída de las exportaciones chilenas y gran parte de las colombiana y chilena. Los bienes primarios, que habían contribuido fuertemente al crecimiento en la mayor parte de los países, contribuyen negativamente en el último año en Argentina y Chile, pero positivamente en Brasil. En cuanto a contribuciones positivas, destaca la de la industria agroalimentaria.

⁴ Los volúmenes de comercio, al ser los valores deflactados por índices de precios del comercio internacional, no existe una base de datos mundial armonizada que provea estos datos por países y trimestres. El CPB, *Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis*, es la única fuente de éste tipo de datos con cobertura mundial y trimestral, pero sólo da el detalle por grandes regiones geográficas, como hemos visto hasta ahora. En esta sección usamos entonces datos trimestrales en valor de las Naciones Unidas que tienen la ventaja de proveer información detallada por sectores hasta el segundo trimestre de este año. La contrapartida negativa es que Venezuela no declara datos trimestrales y que Perú no ha declarado aún los de este año. Excluimos el petróleo del análisis.

Crecimiento de las exportaciones por sector (% a/a)



Fuente: Naciones Unidas. Contribuciones al crecimiento interanual de las exportaciones en el último año disponible, T308-T209, T307-T208 y en el anterior, salvo para Perú en que se calcula los crecimientos interanuales del último semestre disponible, T308-T408, y del anterior, T307-T208. Venezuela declara a las Naciones Unidas este tipo de datos por productos sólo anualmente.

Recuadro 3. Un modelo para el comercio internacional

La caída espectacular del comercio mundial que se observó durante los últimos meses de 2008 y los primeros de 2009 ha sido de una magnitud inusitada y ha sobrepasado con creces las caídas observadas en el PIB o en la producción industrial mundial¹.

¿Escasez de demanda y/o de financiación?

¿Cómo se explica esta sobre reacción del comercio internacional al output? Hay varios elementos que ayudan a explicar esto, pero un elemento crítico es el efecto composición. En el comercio internacional están sobre representados los bienes de capital e intermedios, reflejo de la actividad industrial. Dos tipos de efectos perversos han afectado particularmente a estos bienes durante la crisis.

En primer lugar, se trata de bienes más sensibles a los cambios en las expectativas de la demanda. La crisis financiera internacional y su impacto en la economía real, que se hizo extensible a prácticamente todas las economías a finales de 2008, indujo anticipaciones excesivas de una reducción de la demanda que llevaron a una reducción de la producción industrial, cortándose las cadenas de producción (altos niveles de *destocking*)².

En segundo lugar, los bienes de capital o de equipamiento son muy dependientes del crédito. La crisis elevó los niveles de aversión al riesgo con efectos negativos sobre la confianza, tanto del lado de los productores como de las instituciones financieras. El sector automotriz es un buen ejemplo de este tipo de sectores, muy comercializados internacionalmente, y que son los primeros en sufrir un cambio en las expectativas, aun más si la disponibilidad de crédito disminuye: no se entra en éste tipo de compras en tiempos de recesión.

De esta manera el colapso sin precedentes del comercio mundial se explica principalmente por la caída generalizada de la **demanda**, pero su sobre reacción podría explicarse por la escasez de **financiación** que afecta de forma particular a los bienes más comerciados internacionalmente. Evidentemente, la escasez de financiación al comercio exterior se agrega a la falta de liquidez general.

En este recuadro pretendemos medir la sensibilidad del comercio internacional a ambos factores: demanda y financiación. Para ello, planteamos un modelo, de tipo gravitatorio, que explica los flujos bilaterales en los últimos 20 trimestres entre los principales países del mundo (61 exportadores e importadores, tanto emergentes como desarrollados). Las exportaciones (trimestrales y nominales) de un país *i* hacia un país *j* (X_{ij}), vienen explicadas tanto por las condiciones de la demanda, representada en el modelo por los niveles nominales del PIB del importador (PIB_j), como por las de la oferta, captadas por el del exportador (PIB_i), así como por los niveles de crédito al sector privado en ambos socios comerciales ($Cred_i$ y $Cred_j$). La especificación controla por

efectos fijos trimestrales y efectos fijos por pares de países que, como es habitual en esta literatura, captan los costos de transporte bilaterales, los precios relativos, los acuerdos bilaterales de comercio y demás características bilaterales (γ_{ij}). Todas las variables están expresadas en logaritmos de modo que los coeficientes estimados pueden ser interpretados como elasticidades.

$$X_{ij} = \alpha_1 PIB_i + \alpha_2 PIB_j + \beta_1 Cred_i + \beta_2 Cred_j + \sum \gamma_{ij} + \sum \delta t$$

Variable dependiente: Exportaciones bilaterales trimestrales	Coefficiente
PIB exportador	0.27***
PIB importador	0.32***
Crédito exportador	0.09***
Crédito importador	0.14***
Efectos fijos pares de países	SI
Efectos fijos trimestres	SI
R ²	96.2%
Nº de observaciones	60581

Nota: *** variables explicativas significativas al 99% de confianza. Muestra: comercio bilateral entre 61 exportadores e importadores en los últimos 20 trimestres.
Fuente: Elaboración propia en base a datos de Naciones Unidas para el comercio y IFS para el PIB y el crédito al sector privado. Todas las variables están expresadas en dólares corrientes y logaritmos.

Los resultados confirman el impacto de la demanda y del crédito, tanto del lado del exportador como del importador, en los flujos comerciales bilaterales. La magnitud de los coeficientes obtenidos indica un efecto claramente mayor de los PIB y en particular a la demanda en el país importador³. Pero la sensibilidad del comercio bilateral al crédito al sector privado es importante ya que su elasticidad alcanza casi la mitad de la obtenida para los PIB. Por tanto, se puede decir que los niveles de crédito se suman a la explicación tradicional de la demanda. Estos determinantes explican tanto la caída del comercio mundial, como su crecimiento anterior. La recuperación que se viene observando últimamente tanto en términos de PIB como de crédito, ya está repercutiendo también en la evolución más reciente del comercio mundial.

El efecto arrastre de un mayor crecimiento de Brasil y China sobre la región

A partir de este mismo modelo se puede realizar igualmente un ejercicio sencillo para estimar el impacto que sobre las exportaciones de los distintos países de la región tendría la reactivación económica que se está observando en dos de las principales economías emergentes: China y Brasil.

Para ello, además de las variables incorporadas en el modelo general, se introducen variables que interactúan el

¹ Para mayor detalle, ver el artículo "Crisis y Comercio Internacional", de este mismo número del LatinWatch segundo semestre 2009.

² Ver recuadro 2 "La variación de inventarios y los ajustes cíclicos" de este mismo número del LatinWatch segundo semestre de 2009.

³ Igualmente se ha testado que estas elasticidades son robustas a la crisis: no hay un cambio significativo en los resultados durante los trimestres del derrumbe del comercio.

PIB del importador con efectos fijos para los pares de países para los cuales queremos captar un efecto específico. Concretamente, en una segunda estimación se agregan efectos fijos que captan las exportaciones hacia Brasil de cada uno de los países de América Latina multiplicados por el PIB del importador (en logaritmo), los cuales captan el efecto adicional que tiene cada relación bilateral sobre la elasticidad media (que en el ejercicio anterior era de 0.32). Del mismo modo, en una tercera estimación se agregan los efectos fijos correspondientes a todas las exportaciones hacia China de los países latinoamericanos. De esta forma, el impacto total de un aumento del PIB en Brasil (o en China) en las exportaciones de cada uno de los países se calcula sumando al coeficiente global, el coeficiente obtenido para cada relación bilateral que, en su mayoría, son significativos y positivos.

Estos impactos diferenciados del crecimiento en Brasil y en China quedan reflejados en los mapas 1 y 2 respectivamente. En estos se observa como, la elasticidad de las exportaciones de América Latina a Brasil como consecuencia

de un aumento del 1% en su PIB, es superior en países como Venezuela, Argentina, Bolivia, Uruguay o Paraguay, lo cual refleja la especialización exportadora de estos países para quienes Brasil es el principal comprador (salvo para Venezuela).

Como es de esperar, la elasticidad de un crecimiento en China y las exportaciones de los países de la región se reduce en comparación con la de un crecimiento en Brasil, pero igualmente, se observan efectos significativos y diferenciados entre países. Así, un crecimiento en China tendrá un mayor efecto sobre las exportaciones de países como Argentina o del Pacífico, como Chile, Costa Rica y Perú. Sobre estos tres últimos países, de nuevo, la geografía está determinando el resultado y sin duda también los acuerdos comerciales que tienen establecidos con China.

Myriam Montañez
 miriam.montanez@grupobbva.com
 Soledad Zignago
 soledad.zignago@grupobbva.com

Mapa 1.
 Elasticidades de las exportaciones a Brasil tras un crecimiento del 1% en el PIB Brasileño



Fuente: Naciones Unidas, Fuentes Nacionales y Servicio de Estudios BBVA

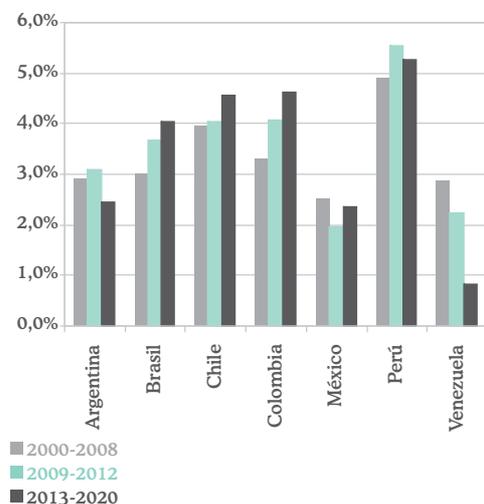
Mapa 2.
 Elasticidades de las exportaciones a China tras un crecimiento del 1% en el PIB Chino



Fuente: Naciones Unidas, Fuentes Nacionales y Servicio de Estudios BBVA

América Latina: Crecimiento del PIB

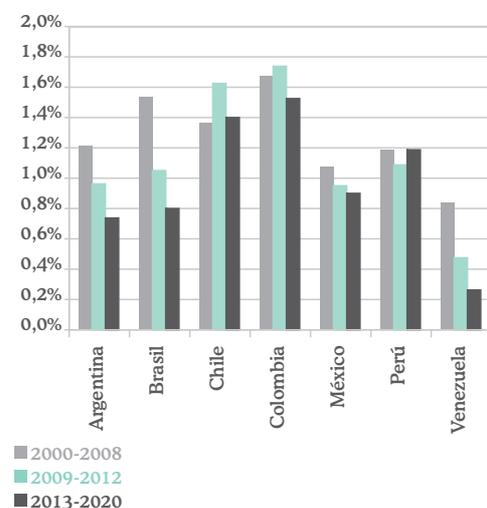
(Var. % a/a)



Fuente: Servicio de Estudios BBVA

América Latina: Contribución del empleo al crecimiento del PIB

(Var. % a/a)



Fuente: Servicio de Estudios BBVA

4.2. El crecimiento potencial en América Latina y sus determinantes

América Latina es una región cuyo crecimiento de largo plazo fue decepcionante en el Siglo XX: de hecho, aumentó la diferencia en el ingreso por habitante entre el promedio de la región y el de países desarrollados. A comienzos del Siglo XXI las cosas parecen mejorar y hay indicios de que América Latina podría comenzar a reducir dichas brechas de forma paulatina. Sin embargo, ello no se dará en forma automática y se requiere enfrentar algunos desafíos importantes. Estos son los temas que se examinan a continuación, comenzando con una breve discusión acerca de la medición del crecimiento potencial y sus determinantes, y los resultados alcanzados para la región¹.

Existen varias opciones estimar el crecimiento potencial: en primer lugar, aquellas basadas en la aplicación de técnicas estadísticas para identificar el componente tendencial y cíclico en la evolución del PIB. La aplicación del filtro estadístico de Hodrick-Prescott, la descomposición de Beveridge-Nelson, o los métodos de componentes no observados son algunos de los métodos que entran dentro de esta clasificación. En segundo lugar, encontramos métodos que se fundamentan en la teoría económica para establecer relaciones estructurales entre variables. Dentro de esta categoría, el método basado en una función de producción agregada es una de las técnicas más utilizadas, ya que incluye la información proporcionada por varios agregados macroeconómicos (fundamentalmente el nivel de utilización de los factores productivos) en la estimación del producto potencial; permitiendo de este modo identificar las fuentes de crecimiento, entre factores de producción y productividad.

Esta última metodología es la que nos permite en el presente estudio ofrecer una estimación del producto potencial en América Latina. Para ello, utilizamos una función de producción Cobb-Douglas, que una vez tomados logaritmos presenta la siguiente forma general.

$$\ln Y_t = \ln A_t + \alpha \ln K_t + (1 - \alpha) \ln L_t$$

Donde Y es el PIB real, K y L son el stock de capital real y horas trabajadas, respectivamente. Dada la especificación logarítmica, los parámetros α y $(1 - \alpha)$ son las elasticidades del capital y trabajo, respectivamente. En nuestro estudio, el valor de α ha sido fijado según los valores de referencia que la literatura depara para cada país, lo que nos deja un rango de valores entre el 0.31 de Venezuela y el 0.48 de Chile. La suma igual a 1 de las elasticidades de factores de producción implica la existencia de rendimientos constantes de escala y rendimientos positivos y decrecientes para cada factor de producción, manifestados en unos coeficientes α y $(1 - \alpha)$ entre 0 y 1.

La productividad total de los factores (PTF) viene dada por la variable no observada A, que es calculada como un residuo. Dependiendo de la disponibilidad de datos por países para factores de producción y producto, obtenemos una estimación de la PTF para las 7 economías principales de la región (Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela) entre los años 1960 y 2008. Una vez estimada la PTF, su componente tendencial se extrae a partir de un filtro estadístico Hodrick-Prescott, que extendemos hasta el último año de nuestro horizonte de predicción (2020) a través de modelos autoregresivos. El mismo filtro

¹ Los resultados que se muestran a continuación corresponden a estimaciones realizadas por los equipos del Servicio de Estudios de BBVA en cada uno de los países, a partir de un enfoque metodológico común, como parte de un ejercicio global coordinado por Rafael Domenech, y secundado por Miguel Cardoso.

estadístico es aplicado sobre la tasa de desempleo para obtener la tasa de desempleo estructural (NAIRU, en sus siglas en inglés), o aquella que es congruente con un nivel de empleo que no genera presiones inflacionistas. A partir de aquí obtenemos el componente tendencial de las horas trabajadas (L), teniendo en cuenta que esta variable puede ser obtenida a partir de los componentes tendenciales de las horas por trabajador, tasa de desempleo y tasa de actividad.

Resultados

Como ilustra el gráfico adjunto, varios países experimentarían un significativo aumento en su crecimiento potencial. En comparación con el último ciclo de expansión, este cambio es especialmente relevante en los casos de Colombia, Brasil, y en menor medida Chile. Perú experimenta incrementos menos notables, pero presenta los mayores niveles de crecimiento potencial, con niveles que superan el 5% a lo largo del rango de previsión.

En contraposición a esta evolución favorable, otros países muestran una reversión en su crecimiento potencial. El caso más relevante es Venezuela, que soportaría una pérdida de 2 puntos porcentuales en su crecimiento (pasando de un crecimiento medio anual del 2.9% durante la presente década, a un 0,8% en el período 2013-2020). Argentina y México también ven reducido su crecimiento, si bien en una proporción mucho menor que en el caso venezolano.

Antes de entrar en las diferencias que subyacen detrás de tan variada evolución del crecimiento potencial, podemos destacar un comportamiento relativamente homogéneo en la contribución del factor trabajo al crecimiento. En la mayoría de los casos, ésta decrece con el tiempo o se mantiene sin cambios (Chile y Perú). La fuerte desaceleración de la natalidad observada a partir de los años 60 aparece aquí como el principal límite a la aportación del factor trabajo, ya que reduciría la entrada de nuevos trabajadores en el conjunto de la población activa. Esta idea explica por ejemplo la importante reducción de la contribución del trabajo en el caso brasileño.

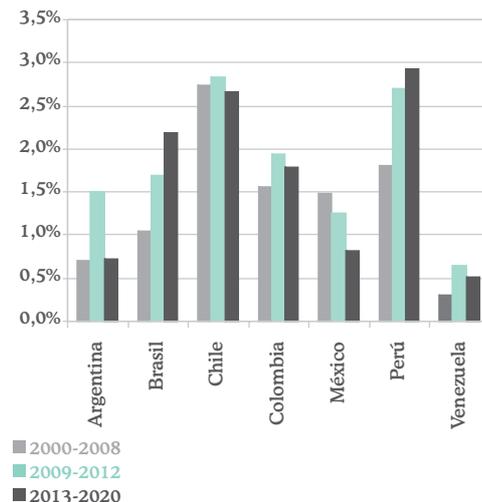
La caída del aporte del factor trabajo es compensado por el capital en algunos países que se dirigen hacia una senda mayor de crecimiento. Así ocurre en Perú y Brasil, países que aúnan progresos en estabilidad macroeconómica con mercados domésticos relativamente grandes y con un margen de crecimiento elevado. A esto se une una escasa dotación de capital que tiene también amplias posibilidades de crecimiento.

Frente al papel del stock de capital en los casos de Perú y Brasil, encontramos otros países cuyo aumento esperado en el crecimiento potencial viene determinado por una mayor contribución de la productividad. Este es el caso de Chile, donde la productividad juega un papel creciente en el largo plazo, junto a comportamientos estables en la contribución de los factores de producción, lo que en buena medida responde al regreso a una senda más normal, después del fuerte choque que representó la crisis de abastecimiento de energía (gas natural) en los últimos años. Este patrón de crecimiento también aparece en Colombia, donde la contribución prevista para la PTF aumentaría en más de un punto porcentual a partir de 2013.

Si nos concentramos en el grupo de países que se encaminan hacia un crecimiento potencial menor, encontramos también importantes diferencias. La caída más acusada de esta variable tiene lugar en Venezuela, frente a reducciones más modestas en Argentina y sobre todo en México. En este último caso, el crecimiento potencial cae en los años inmediatamente posteriores a la crisis, fruto del mayor impacto

América Latina: Contribución del capital al crecimiento del PIB

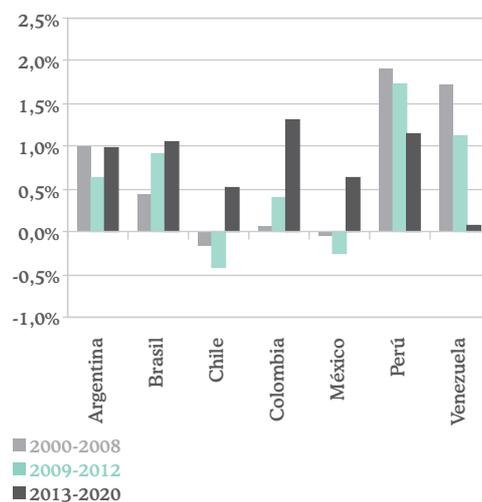
(Var. % a/a)



Fuente: Servicio de Estudios BBVA

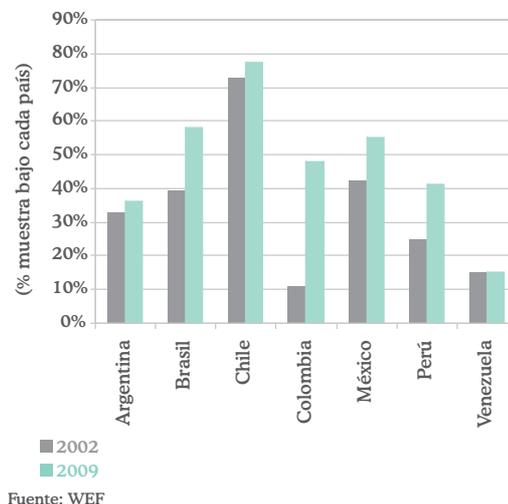
América Latina: Contribución de la PTF al crecimiento del PIB

(Var. % a/a)



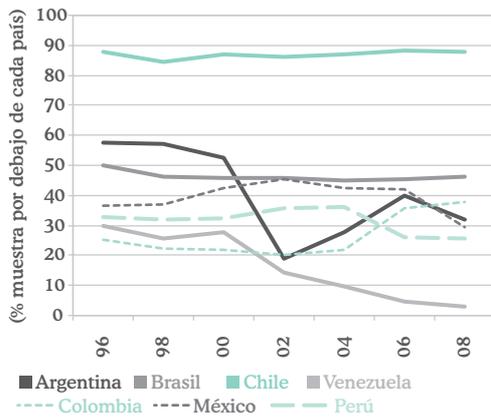
Fuente: Servicio de Estudios BBVA

América Latina: Índice de Competitividad Global



Fuente: WEF

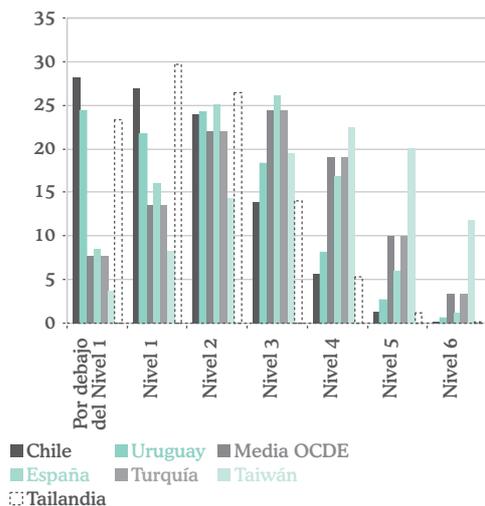
América Latina: Imperio de la Ley



Fuente: Banco Mundial

Informe PISA

(2006)



Fuente: OCDE

relativo de la crisis financiera, y manifestándose en menores inversiones, así como en un incremento del desempleo estructural². De hecho, en el caso mexicano el nivel de crecimiento potencial no superaría en ningún momento de nuestro horizonte de previsión el crecimiento potencial de los últimos años.

Argentina y sobre todo Venezuela responden a diferentes consideraciones, ya que en ambos casos la reducción del crecimiento potencial tiene mucha menor relación con la crisis global. En el caso argentino refleja una caída de la aportación del capital hacia el final del horizonte temporal. Y en el caso venezolano, la reducción viene dada por una fuerte caída en la aportación de la PTF, hasta el punto de que el capital, contribuidor marginal al crecimiento más reciente, se convertiría en el principal motor de un crecimiento mucho más reducido.

De cara al futuro el mayor desafío que enfrentan estos países es crear las condiciones para promover un mayor aporte de la productividad total de factores y del capital al crecimiento económico. Ello no ocurre de forma automática y supone la creación de un ambiente económico proclive a la inversión de largo plazo y la innovación. Desgraciadamente diversos indicadores sobre clima de negocios y calidad del entorno institucional no dejan bien parada a la región, a pesar de avances importantes en estas materias en los últimos años en varios países.

Por otra parte, la región también presenta deficiencias importantes en el desarrollo de capital humano, una falencia importante cuando se intenta pasar de una economía más intensiva en capital y productividad y menos en el aumento de la mano de obra. Si bien la región registra avances muy importantes en la cobertura de sus sistemas educacionales, ello no se manifiesta todavía en mejoras en el conocimiento y habilidades adquiridas por los estudiantes, que en pruebas internacionales estandarizadas, como la prueba PISA de la OCDE, por ejemplo, muestra que los mejores países de la región se comparan a países como Turquía en dicha organización, o a otros como Tailandia, que tiene un ingreso promedio por habitante muy inferior al del promedio latinoamericano.

En suma, el paso paulatino de un crecimiento intensivo en trabajo a uno más impulsado por los aportes del capital, la innovación y las ganancias de eficiencia no es automático y requerirá de esfuerzos considerables para hacer la región más atractiva para las inversiones (nacionales y extranjeras) y para compensar un menor aporte de la cantidad de trabajadores por trabajadores con más capital humano. Dado que las tendencias demográficas difícilmente se van a revertir y la región está llegando a las etapas finales del bono demográfico, es imperioso que estas reformas se adopten a la mayor brevedad.

² Un análisis más detallado del caso mexicano está incluido en la última revista Situación México, disponible en <http://serviciodeestudios.bbva.com/KETD/ketd/esp/nav/geograficas/latinoamerica/mexico/index.jsp>

5. Estadísticas y proyecciones

Contexto Internacional

Materias primas (fin de período)							
	2008	2009	2010		2008	2009	2010
Brent (USD/barril)	45,6	60,6	68,3	Soja (USD/t.)	343	368	339
Cobre (USD/t)	3070	5732	3969	Maíz (USD/t.)	144	130	136
				Trigo(USD/t.)	216	168	160

PIB Real (%)				Inflación (% , fin de año)*				
	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010
EE.UU.	2,1	0,4	-2,5	1,5	2,9	3,8	-0,7	1,1
UEM	2,7	0,6	-3,8	0,2	2,1	3,3	0,3	0,8
Japón	2,3	-0,7	-5,3	1,1	0,5	1,0	-1,5	-0,3
China	13,0	9,0	8,3	9,3	4,8	5,9	-1,1	1,2
América Latina								
Argentina	8,7	5,7	-2,5	2,6	8,5	7,2	7,5	10,0
Brasil	5,7	5,1	0,0	4,7	4,5	5,9	4,2	4,6
Chile	4,7	3,2	-1,2	4,1	7,8	7,1	-0,7	2,5
Colombia	7,5	2,4	0,1	2,4	5,7	7,7	2,4	3,8
México	3,3	1,4	-7,2	3,1	3,8	6,5	4,0	5,2
Perú	8,9	9,8	1,1	4,3	3,9	6,7	0,6	2,1
Venezuela	8,4	4,9	-2,1	-0,5	18,7	31,3	29,3	35,1
LATAM ¹	5,7	4,0	-2,6	3,5	5,8	8,1	5,6	7,1
LATAM Ex-México	6,7	4,9	-0,6	3,6	6,7	8,6	6,0	7,7

* Inflación EE.UU. y UEM: Promedio del periodo

¹ Media de los 7 países mencionados.

Saldo Sector Público (% del PIB)				Saldo Cuenta Corriente (% del PIB)				
	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010
EE.UU.	-1,2	-3,2	-9,9	-9,5	-5,2	-4,9	-2,6	-2,0
UEM	-0,6	-2,0	-6,6	-7,2	0,1	-1,1	-0,8	-0,3
Japón	-0,4	-0,5	-0,9	-1,0	-4,9	3,2	2,1	2,1
China	0,7	-0,4	-3,8	-4,4	11,0	9,8	5,3	4,7
América Latina								
Argentina ²	1,1	1,4	-2,0	-0,4	2,9	2,2	2,8	2,5
Brasil	-2,8	-2,0	-3,5	-2,6	0,1	-1,8	-1,0	-2,2
Chile ²	9,9	4,9	-3,9	-1,9	4,4	-2,0	2,7	1,9
Colombia	-2,7	-2,3	-4,2	-4,5	-2,8	-2,8	-2,4	-1,6
México	-1,1	-2,1	-3,0	-3,7	-0,8	-1,4	-1,0	-1,5
Perú	3,1	2,1	-1,8	-1,1	1,1	-3,3	-1,3	-2,0
Venezuela ²	4,5	-0,2	-4,6	-6,3	9,0	13,1	1,4	2,5
LATAM ¹	-0,6	-1,1	-3,3	-3,0	0,8	-0,4	-0,4	-1,0
LATAM Ex-México	-0,1	-0,5	-3,4	-2,7	1,4	-0,1	-0,1	-0,6

¹ Media de los 7 países mencionados; ² Gobierno Central

Tipo de cambio (frente \$, fin de periodo)				Tasa oficial (% , fin de periodo)				
	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010
EE.UU.					4,30	0,50	0,10	0,10
UEM (\$/€)	1,5	1,3	1,4	1,3	4,00	2,50	1,00	1,00
Japón (yenes/\$)	113,0	96,1	98,0	100,9				
China (cny/\$)	7,6	7,0	6,8	6,8	7,47	5,31	5,31	6,12
América Latina								
Argentina	3,1	3,4	3,9	4,3	13,52	19,08	13,50	14,03
Brasil	1,8	2,3	1,70	1,62	11,25	13,75	8,75	10,25
Chile	499	649	560	564	6,00	8,25	0,50	3,00
Colombia	2015	2244	2020	2070	9,50	9,50	3,50	4,25
México	10,9	13,0	13,2	12,7	7,50	8,25	4,50	4,50
Perú	2,98	3,11	2,90	2,95	5,00	6,50	1,25	2,00
Venezuela	2,2	2,2	2,2	2,2	11,40	16,20	15,20	13,80

Argentina

	2007	2008	2009p	2010p
PIB (%)	8,7	5,7	-2,5	2,6
Inflación IPC (% , fin de año)	8,5	7,2	7,5	10,0
Balanza comercial (m.M. \$)	11,1	12,6	16,6	16,4
Cuenta corriente (m.M. \$)	7,4	7,1	9,6	9,3
% PIB	2,9	2,2	2,8	2,5
Reservas (m.M. \$, fin de año)	46,2	46,4	48,4	56,9
Tipo de cambio (fin de año vs US\$)	3,14	3,42	3,85	4,30
Saldo sector público (% PIB) ¹	1,1	1,4	-2,0	-0,4
Tasa de interés (fin de año) ²	13,52	19,08	13,50	14,03

¹ Argentina: Gobierno Central y excluye ingresos por privatizaciones

² Argentina: Depósitos a 30 días en pesos; Brasil: SELIC

Brasil

	2007	2008p	2009p	2010p
PIB (%)	5,7	5,1	0,0	4,7
Inflación IPC (% , fin de año)	4,5	5,9	4,2	4,6
Balanza comercial (m.M. \$)	71,2	4,8	26,0	10,0
Cuenta corriente (m.M. \$)	1,5	-28,2	-16,0	-45,0
% PIB	0,1	-1,8	-1,0	-2,2
Reservas (m.M. \$, fin de año)	180,3	193,8	245,0	280,0
Tipo de cambio (fin de año vs US\$)	1,78	2,31	1,70	1,62
Saldo sector público (% PIB) ¹	-2,8	-2,0	-3,5	-2,6
Tasa de interés (fin de año) ²	11,25	13,75	8,75	10,25

Chile

	2007	2008	2009p	2010p
PIB (%)	4,7	3,2	-1,2	4,1
Inflación IPC (% , fin de año)	7,8	7,1	-0,7	2,5
Balanza comercial (m.M. \$)	23,6	8,8	10,1	10,8
Cuenta corriente (m.M. \$)	7,2	-3,4	4,3	3,2
% PIB	4,4	-2,0	2,7	1,9
Reservas (m.M. \$, fin de año)	16,9	23,2	26,5	26,0
Tipo de cambio (fin de año vs US\$)	500	649	560	564
Saldo sector público (% PIB) ¹	9,9	4,9	-3,9	-1,9
Tasa de interés (fin de año) ²	6,00	8,25	0,50	3,00

¹ Chile, Colombia: Gobierno Central

² Chile: Tasa de Instancia Monetaria (nominal desde agosto de 2001)

Colombia

	2007	2008p	2009p	2010p
PIB (%)	7,5	2,4	0,1	2,4
Inflación IPC (% , fin de año)	5,7	7,7	2,4	3,8
Balanza comercial (m.M. \$)	-0,7	0,8	0,4	-0,3
Cuenta corriente (m.M. \$)	-5,8	-6,9	-5,5	-4,1
% PIB	-2,8	-2,8	-2,4	-1,6
Reservas (m.M. \$, fin de año)	21,0	24,0	26,0	27,0
Tipo de cambio (fin de año vs US\$)	2015	2244	2020	2070
Saldo sector público (% PIB) ¹	-2,7	-2,3	-4,2	-4,5
Tasa de interés (fin de año) ²	9,50	9,50	3,50	4,25

México

	2007	2008	2009p	2010p
PIB (%)	3,3	1,4	-7,2	3,1
Inflación IPC (% , fin de año)	3,8	6,5	4,0	5,2
Balanza comercial (m.M. \$)	-10,1	-17,3	-8,4	-14,6
Cuenta corriente (m.M. \$)	-2,1	-4,0	-2,3	-3,8
% PIB	-0,8	-1,4	-1,0	-1,5
Reservas (m.M. \$, fin de año)	78,0	85,4	—	—
Tipo de cambio (fin de año vs US\$)	10,9	13,0	13,2	12,7
Saldo sector público (% PIB)	-1,1	-2,1	-3,0	-3,7
Tasa de interés (fin de año) ²	7,50	8,25	4,50	4,50

² México: Cetes a 28 días; Perú: Tasa interbancaria en soles

Perú

	2007	2008p	2009p	2010p
PIB (%)	8,9	9,8	1,1	4,3
Inflación IPC (% , fin de año)	3,9	6,7	0,6	2,1
Balanza comercial (m.M. \$)	8,3	3,1	3,9	3,0
Cuenta corriente (m.M. \$)	1,2	-4,2	-1,7	-2,8
% PIB	1,1	-3,3	-1,3	-2,0
Reservas (m.M. \$, fin de año)	27,7	31,2	0,0	0,0
Tipo de cambio (fin de año vs US\$)	2,98	3,11	2,90	2,95
Saldo sector público (% PIB)	3,1	2,1	-1,8	-1,1
Tasa de interés (fin de año) ²	5,00	6,50	1,25	2,00

Uruguay

	2007	2008	2009p	2010p
PIB (%)	7,6	8,9	1,1	4,5
Inflación IPC (% , fin de año)	8,5	9,2	6,0	6,2
Balanza comercial (m.M. \$)	-1,1	-3,0	-1,8	-1,9
Cuenta corriente (m.M. \$)	-0,1	-1,1	-0,2	-0,2
% PIB	-0,3	-3,4	-0,4	-0,5
Reservas (m.M. \$, fin de año) ³	1,7	1,9	3,0	3,0
Tipo de cambio (fin de año vs US\$)	21,6	24,1	20,5	21,0
Saldo sector público (% PIB) ¹	0,0	-1,3	-2,5	-2,3
Tasa de interés (fin de año) ²	7,25	7,75	8,00	8,00

¹ Venezuela: Gobierno Central; Uruguay: Resultado Global del Sector Público, incluye empresas públicas, intendencias y BPS

² Uruguay: Tasa de Política Monetaria BCU; Venezuela: Depósitos a 90 días

³ Venezuela: incluye FIEM; Uruguay: Activos de Reserva sin contrapartida de los sectores público y financiero

Venezuela

	2007	2008p	2009p	2010p
PIB (%)	8,4	4,9	-2,1	-0,5
Inflación IPC (% , fin de año)	18,7	31,3	29,3	35,1
Balanza comercial (m.M. \$)	23,7	45,4	14,4	19,1
Cuenta corriente (m.M. \$)	20,0	39,2	5,2	11,7
% PIB	9,0	13,1	1,4	2,5
Reservas (m.M. \$, fin de año)	34,3	43,1	29,7	29,7
Tipo de cambio (fin de año vs US\$)	2,2	2,2	2,2	2,2
Saldo sector público (% PIB) ¹	4,5	-0,2	-4,6	-6,3
Tasa de interés (fin de año) ²	11,40	16,20	15,20	13,80

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:

Economista Jefe:

José Luis Escrivá

Economistas-Jefe de las Unidades:

España y Europa: Rafael Doménech - r.domenech@grupobbva.com

España: Miguel Cardoso - miguel.cardoso@grupobbva.com

Europa: Miguel Jiménez - mjimenezg@grupobbva.com

Estados Unidos y México: Jorge Sicilia - j.sicilia@bbva.bancomer.com

Estados Unidos: Nathaniel Karp - nathaniel.karp@compassbank.com

México: Adolfo Albo - a.albo@bbva.bancomer.com

Análisis Macro México: Julián Cubero - juan.cubero@bbva.bancomer.com

Escenarios Económicos y Financieros: Mayte Ledo - teresa.ledo@grupobbva.com

Análisis Sectorial: Ana Rubio - arubiog@grupobbva.com

Escenarios Financieros: Daniel Navia - daniel.navia@grupobbva.com

Análisis Cuantitativo: Giovanni di Placido - giovanni.diplacido@grupobbva.com

Tendencias Globales: David Tuesta - david.tuesta@grupobbva.com

Economías Emergentes: Alicia García-Herrero - alicia.garcia-herrero@bbva.com.hk

Análisis Transversal: Sonsoles Castillo - s.castillo@grupobbva.com

Sudamérica: Joaquín Vial - jvial@bbvaprovida.cl

Argentina: Gloria Sorensen - gsorensen@bancofrances.com.ar

Chile: Alejandro Puente - apuente@bbva.cl

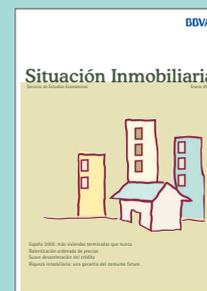
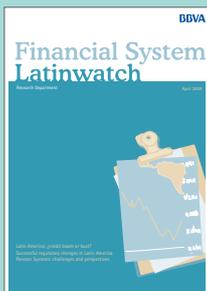
Colombia: Juana Téllez - juana.tellez@bbva.com.co

Perú: Hugo Perea - hperea@grupobbva.com.pe

Venezuela: Oswaldo López - oswaldo_lopez@provincial.com

Asia: Ya Lan Liu - yalan@bbva.com.hk

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.