

BBVA



adelante.

Latinwatch

Servicio de Estudios Económicos

Primer semestre 2007



Optimismo al alza para 2007

Petróleo: ¿son sostenibles los actuales precios?

Moderación ordenada en el dinamismo del crédito

Indicios de "enfermedad holandesa" en las remesas

China: sólido crecimiento y riesgos moderados

Indice

Fecha de cierre: 9 de marzo de 2007

Editorial	2
I. Entorno económico y financiero	3
Escenario internacional	3
Situación y perspectivas para América Latina	5
Coyuntura en el mercado de petróleo	8
II. Observatorio económico	10
Boom de crédito en América Latina:	
¿Hay razones para preocuparse?	10
Crecimiento: El verdadero antídoto	
contra la pobreza	14
¿Enfermedad holandesa en las remesas?	16
Asia en crecimiento: China	19
III. Estadísticas y proyecciones	22
Contexto internacional	22
Previsiones por países	23
IV. Índice de actividades	24

Han elaborado esta publicación:

Giovanni Di Placido

giovanni_diplacido@provincial.com

Ya-Lan Liu

yalan@bbva.com.hk

David Martínez

dmartinez@grupobbva.com

José Ramón Perea

jramon.perea@grupobbva.com

Juan A. Rodríguez

I. Editorial

Cuando se evalúa la evolución de las economías de América Latina en los últimos años, dos aspectos resultan especialmente relevantes. El primero se refiere a los grandes avances que se han producido en términos de estabilidad macroeconómica. El segundo es que el crecimiento de largo plazo sigue siendo decepcionante.

Si bien en los últimos tres años, en un contexto internacional particularmente favorable, la actividad económica de América Latina ha experimentado una aceleración significativa, cuando se toma un ciclo económico completo el resultado no impresiona en demasía.

La región presenta un crecimiento tendencial del orden del 3%, que, dado un crecimiento de la población en torno al 1,5%, supone un crecimiento anual del PIB per cápita en promedio ligeramente superior al 1%. Estas cifras están muy por debajo de las registradas en otros países en desarrollo, especialmente en Asia y en el Este de Europa, y supone un avance prácticamente nulo en la convergencia en nivel de vida con el de los países desarrollados.

Al tratar de analizar algunas tensiones inflacionistas recientes en la región, éstas están asociadas generalmente a cuellos de botellas que comienzan a surgir en economías que han mostrado rápidas sendas de recuperación, siendo la constante que la mayoría de ellas se encuentran creciendo por encima de su potencial.

Entre los principales factores que explican este bajo crecimiento de largo plazo, encontramos el comportamiento de la inversión, que se mantiene estancada en los niveles observados en 1980, con un mayor peso de la inversión pública con respecto a otros bloques.

La productividad total de los factores muestra un aporte negativo de 0,75 puntos al crecimiento. En términos relativos, respecto a los registros en los años 50 se observa un deterioro de la ratio de productividad comparada con la de Estados Unidos, mientras Asia ha mostrado una considerable mejora.

El PIB por trabajador como *proxy* de la eficiencia en el uso de los factores ha mostrado una caída en su tasa de crecimiento de 1,9 puntos en el período 1988-2003, siendo su crecimiento medio interanual de apenas el 0,3%. Sólo Chile, con un crecimiento del 3,5%, se aproxima a la evolución de los países del sureste asiático, que en su conjunto han mostrado un alza media del 4,5% para el mismo período.

Esta atonía del crecimiento de la región ha afectado tanto a los países que han avanzado en la implantación de la agenda de reformas pro-mercado en los 90 como aquellos que no lo han hecho.

Si bien existe un consenso de que las reformas en su conjunto son deseables, los impactos de éstas en el crecimiento pueden ser diferenciados dependiendo de los cuellos de botellas que cada país tiene y que lo impactan de manera particular. Sin embargo, existe consenso en que las reformas que apunten a mejoras del capital humano y de la productividad, conjuntamente con un entorno institucional propicio que garantice un marco legal estable y confiable, son elementos centrales para explicar las diferencias de las sendas de crecimiento entre los países.

En este sentido es éste quizás el elemento central de la sostenibilidad de las mejoras macroeconómicas en América Latina más allá del actual ciclo de materias primas y que permitirán una senda sostenida de crecimiento que impulsen la deseada convergencia hacia niveles de vida más próximos a los de los países desarrollados.

2. Entorno Económico y Financiero

Perspectiva internacional

Expansión global en 2007

El año 2007 será otro buen año de elevado crecimiento económico. Así, la actividad mundial, si bien se moderará levemente, se expandirá a tasas superiores al 4,5%. Será el quinto año consecutivo con un dinamismo mundial superior al 4%, el ciclo de mayor impulso desde la crisis petrolera en los años setenta.

Por áreas, la composición seguirá inclinada a favor de las economías emergentes, con Asia a la cabeza. En cuanto a los desarrollados, la zona que más sorpresas positivas ha arrojado a lo largo de 2006 ha sido la zona euro. También en 2007 irá algo mejor de lo esperado hace unos meses, con un crecimiento que alcanzará tasas del 2,5%. Incluso, el sesgo sobre esta previsión sería levemente al alza.

Es en la economía estadounidense donde existen más dudas ante el impacto que pueda tener sobre el consumo la desaceleración del sector inmobiliario. Además, la creciente preocupación en torno a los problemas por los que están atravesando determinados segmentos con más riesgo del mercado hipotecario (sobre todo el segmento *sub-prime*) añaden cierto sesgo a la baja. En todo caso, existen factores que limitan este riesgo sobre el consumo, como la buena marcha del empleo y el crecimiento de la renta.

Además, la inversión no residencial seguirá siendo un soporte, mientras que el sector exterior ha dejado de drenar al crecimiento por primera vez desde mediados de los noventa. Así, seguimos apostando por un ajuste suave de la economía estadounidense a lo largo de los próximos trimestres.

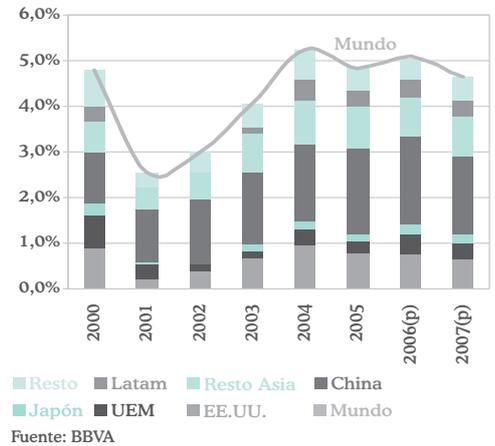
Nuestros indicadores sintéticos de actividad para Estados Unidos (EE.UU.) y para la Unión Económica Europea (UEM) ponen de manifiesto estas diferencias cíclicas entre ambas zonas. Mientras que en EE.UU, la situación de *boom* ha quedado atrás, en Europa, los indicadores siguen apuntando a tasas de crecimiento que permanecerán relativamente elevadas este año.

Ciclo inversor renovado con estabilización de desequilibrios globales

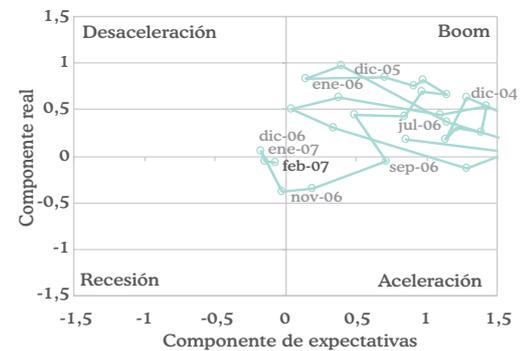
La buena evolución de la inversión no se limita sólo a la economía de EE.UU. Así, una de las principales características del actual ciclo expansivo es que el sector empresarial está en una posición muy favorable a nivel global. Los beneficios empresariales seguirán creciendo a tasas muy significativas. En EE.UU, por ejemplo, las estimaciones apuntan a que puedan hacerlo por encima del 10% en 2007, si bien muestran una moderación respecto al 20% de 2006, cifra no vista desde el *boom* tecnológico de 2000. Esta situación seguirá, a su vez, contribuyendo a que la actividad de fusiones y adquisiciones continúe en los próximos meses, lo que apoyará la evolución de las bolsas.

El mundo emergente no ha estado al margen de este *boom* inversor. La ratio de inversión sobre producto se sitúa en máximos de los últimos 20 años. Ahora bien, este dinamismo está muy focalizado en las economías asiáticas, donde ha vuelto a los niveles previos a la crisis de los noventa. Esto no se observa en otras zonas emergentes, como América Latina o Medio Oriente, donde los ratios están muy por debajo de los máximos alcanzados en ciclos expansivos anteriores. A pesar de ello, la elevada tasa de ahorro de las economías emergentes, sobre todo Asia, superior a la tasa de inversión, seguirá generando un patrón de crecimiento global con importantes desequilibrios. Así, la brecha en la balanza corriente entre el grupo de países acreedores netos (emergentes) y de deudores netos (desarrollados) seguirá siendo muy ele-

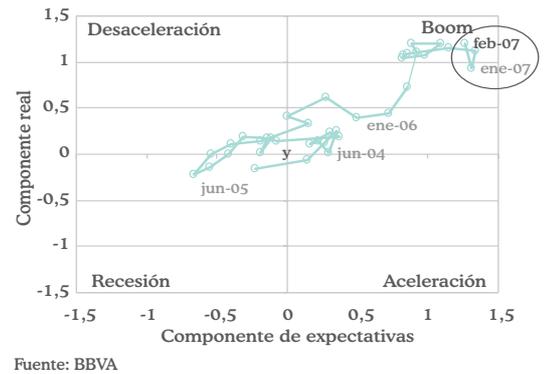
Crecimiento mundial y Contribución por áreas (%)



IA BBVA - EE.UU (3 mma)



IA BBVA - UEM (mm3)



Inversión (% del PIB)



Balanza por Cuenta Corriente

(% del PIB mundial)



■ Emergentes

■ Desarrollados

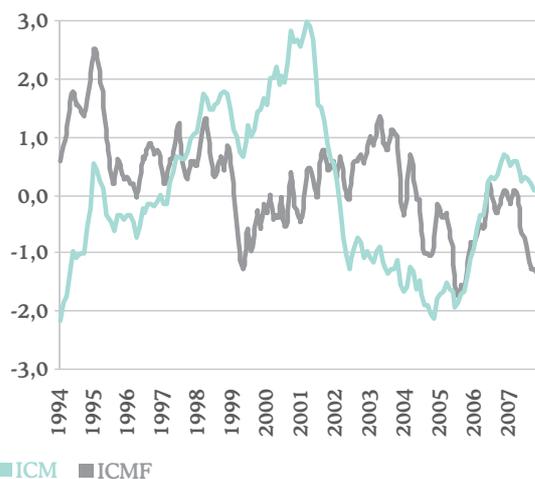
Fuente: BBVA en base a FMI

Previsiones financieras (fin de año)

	2005	2006	2007e
Tasas oficiales			
EE.UU	4,25	5,25	5,25
UEM	2,25	3,50	4,25
Tasas a 10 años			
EE.UU	4,5	4,7	4,9
UEM	3,4	3,9	4,3
Dólar-euro	1,19	1,32	1,31

Fuente: BBVA

EE.UU: ICMF e ICM *



* Utilizando la inflación subyacente

Fuente: BBVA

vada, representando alrededor de 2,5 puntos del producto mundial. Sin embargo, esta tendencia ya ha comenzado a estabilizarse en 2006. De hecho, el déficit estadounidense, actualmente por encima del 6,5% del PIB, habría tocado máximos y comenzaría a revertir levemente, alrededor de un punto en los próximos dos años.

Bancos Centrales: la Fed bajo mayor incertidumbre

La política monetaria seguirá normalizándose en zonas como Japón o Europa. En el primer caso, además de la actividad, las perspectivas de una tendencia positiva de la inflación marcará la pauta de subidas graduales de los tipos de interés oficiales, hasta situarlos en niveles alrededor del 1%. Por su parte, el BCE tiene margen para continuar subiendo los tipos de interés, incluso por encima del 4%, ante el panorama de renovado dinamismo económico doméstico.

Es en EE.UU. donde todavía quedan dudas por despejar. Nuestro escenario más plausible es de estabilidad de tipos de la Reserva Federal (Fed) en los próximos meses ante las perspectivas de moderación económica suave e inflación subyacente aún elevada, por encima del rango de tolerancia de la Fed (2% para el deflactor subyacente del consumo). El mercado, sin embargo, preocupado por la actividad, ha vuelto a apostar por una relajación monetaria de la Fed en el último trimestre del año.

No obstante, hay que tener en cuenta que la economía estadounidense se desenvuelve aún en unas condiciones financieras muy laxas, que harán que la Fed sea muy cautelosa a la hora de plantearse una relajación de su política monetaria. De hecho, estas condiciones financieras, que incorporan además de los tipos cortos los precios de la renta fija, de la renta variable y de la divisa, están más relajadas que cuando los tipos estaban en el 1% en 2003-2004. Algo similar ocurre en Europa: las condiciones financieras están en niveles de relajación similares a los de 2004, cuando el BCE mantenía los tipos en el 2%.

Riesgos aún localizados

El escenario central de elevado crecimiento global, ciclo inversor renovado, inflación controlada y políticas monetarias neutrales no está exento, sin embargo, de incertidumbre. El balance de riesgos a medio plazo es a la baja para los tipos de interés y de depreciación para el dólar.

Dichos riesgos provienen principalmente de dos factores. El primero, un nuevo choque de oferta petrolera que vuelva a disparar el precio del crudo generando mayores presiones inflacionistas en el corto plazo y efectos recesivos a medio plazo. Sin embargo, aunque el riesgo geopolítico permanece, la probabilidad de que se materialice el escenario de conflicto bélico en torno a Irán es aún reducida. Además, el anclaje de las expectativas de inflación de medio plazo y las ganancias en cuanto a eficiencia energética de las economías parecen permanentes.

El principal factor de riesgo en la actualidad proviene de la economía estadounidense. La preocupación en los próximos meses estará centrada en la evolución del mercado inmobiliario y del crédito hipotecario y sus potenciales impactos sobre el consumo. De hecho, éste ha sido uno de los factores que han generado la actual situación de pesimismo en los mercados globales, con caídas generalizadas de las bolsas y tipos de largo plazo en niveles tan reducidos. En definitiva, el temor del mercado es que los problemas puntuales del mercado hipotecario *sub-prime* puedan trasladarse a otros segmentos y generar una restricción de crédito significativa que termine impactando en el consumo de los hogares. De momento, con todas las cautelas, hay elementos que hacen pensar que esta posición no tiene sólidos fundamentos. El segmento *sub-prime* representa un porcentaje muy pequeño del mercado hipotecario total (7%) y las familias están en una favorable situación de solvencia financiera.

Situación y perspectivas para América Latina

América Latina cierra 2006 con un crecimiento elevado

Hasta la fecha se han publicado las primeras cifras del PIB del cuarto trimestre del pasado ejercicio en Brasil, Perú y Venezuela. El crecimiento anual de estas economías habría sido del 2,9%, 8,0% y 10,3%, respectivamente. Con estos datos, nuestras estimaciones para las principales economías de América Latina¹ sitúan el incremento de la actividad para 2006 en el 5,2%, algo más de un punto por encima de lo que se esperaba a finales del pasado ejercicio. De esta manera se completaría el tercer año consecutivo de elevado crecimiento, promediando una tasa superior al 5%, netamente por encima de la referencia media de los años ochenta y noventa.

Desde verano se ha apreciado un fortalecimiento en el dinamismo económico. Con datos de crecimiento para todos los países, en el tercer trimestre el avance fue del 5,2% interanual, lo que supuso una aceleración de ocho décimas respecto al período abril-junio. Los países que mostraron un mayor dinamismo fueron Venezuela, Argentina, Perú y Colombia, los dos últimos con trayectoria ascendente en 2006. México consolidó su mejoría, Brasil recuperó tasas razonables ligeramente por encima del 3% y Chile moderó su impulso. Estos datos constataron, por un lado, el mayor (y elevado) crecimiento de algunas economías, y, por otro, la sincronía cíclica que caracteriza a la región desde 2004.

Una menor inflación permite mejorar las condiciones financieras

El comportamiento de la inflación en América Latina ha sido igualmente positivo. Salvo episodios puntuales debidos a factores estacionales, la tendencia es claramente descendente desde mediados de 2005. La región ha rebajado el incremento del IPC del 6,9% en mayo del pasado año al 5,1% en diciembre de 2006. Destaca la reducción experimentada en Brasil en los últimos 12 meses, del 6,4% al 3,1%, reflejo de los buenos resultados de la aplicación de una política monetaria ortodoxa. La gran mayoría de países muestra hoy tasas propias de países desarrollados, con mención especial a Chile (2,6% en diciembre) y Perú (1,1%).

La buena evolución de los precios ha permitido, junto a un contexto financiero internacional favorable, mantener, e incluso mejorar, las condiciones de financiación. El tipo de interés promedio en las principales economías de América Latina se ha reducido en más de dos puntos desde el verano de 2005. A este menor coste financiero ha contribuido decisivamente la relajación de la política monetaria en Brasil y México, los dos países con el sesgo más restrictivo desde 2004.

La región ha recogido estos menores tipos de interés en un mayor dinamismo del crédito doméstico, contribuyendo así al empuje creciente de la demanda interna en el crecimiento de las diferentes economías. El volumen real de crédito privado en las principales economías de América Latina ha crecido un 14% promedio anual desde 2004, acelerando su tendencia incluso durante 2006 por encima del 25%.²

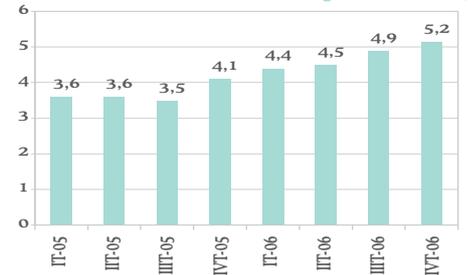
Los términos de intercambio se mantienen favorables

El índice de precios de materias primas BBVA-MAP mostró en el cuarto trimestre un aumento del 13% con relación al mismo período 2005. Con este avance, la revalorización experimentada en el conjunto del año fue del 22%, acumulando en el trienio 2004-2006 un alza cercana al 100%. El precio de los metales (cobre, oro, aluminio, plata) experimentó incrementos muy significativos, beneficiando así los términos de intercambio de países como Chile y Perú. En el último trimestre de 2006, la soja y el café también se revalorizaron considerablemente (en

¹ En todo el texto se hace referencia bajo esta denominación a Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela.

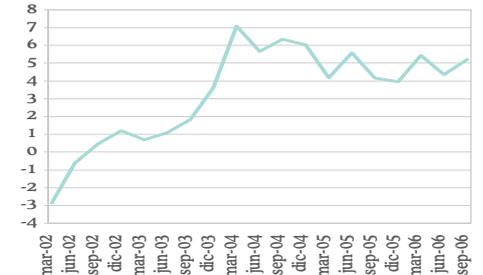
² Ver artículo más adelante para un análisis más amplio de la evolución del crédito en los últimos años en América Latina.

Previsiones de crecimiento para 2006 (en %)



Fuente: BBVA

Crecimiento interanual del PIB en América Latina* (en %)



Fuente: BBVA *Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú, Uruguay y Venezuela

Crecimiento interanual de la inflación en América Latina* (en %)



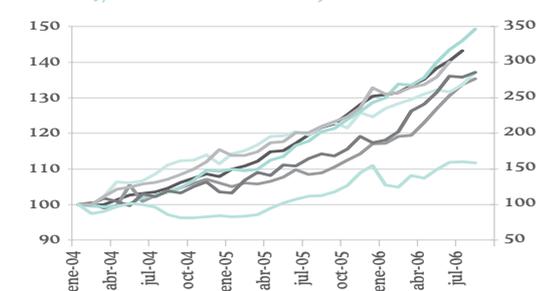
Fuente: BBVA *Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú, Uruguay y Venezuela

Tipo de referencia ponderado e inflación en América Latina* (en %)



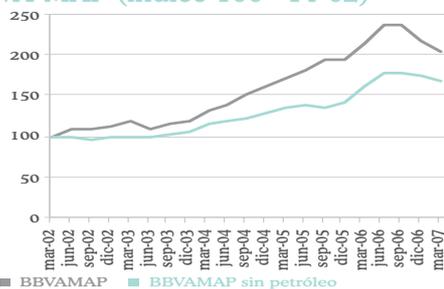
Fuente: BBVA *Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú, Uruguay y Venezuela

Crédito al Sector Privado (índice 100= a ene-04; términos reales)



Fuente: BBVA a partir del FMI

Índice de Precios de Materias Primas BBVA-MAP (índice 100=1T-02)



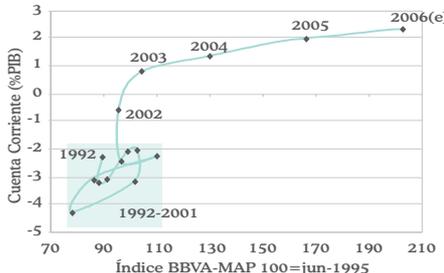
Fuente: BBVA

Precio de Materias Primas Metálicas (índice 100=31/12/04)



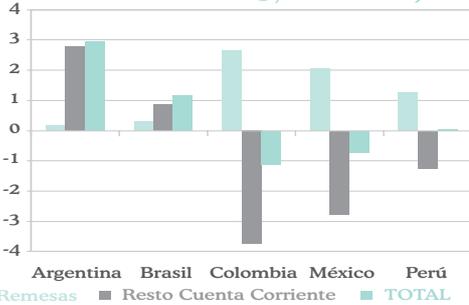
Fuente: Datastream

Términos de intercambio y cuenta corriente



Fuente: BBVA (e) estimación

Balanza por cuenta corriente (acumulado desde 2003; % del PIB)



Fuente: BBVA a partir de FMI

Reservas Internacionales de América Latina*



Fuente: BBVA a partir de FMI; *Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú, Uruguay y Venezuela

torno a un 20%), impactando positivamente en economías como la argentina o la colombiana.

El petróleo, por su parte, ha moderado las referencias máximas alcanzadas en agosto de 2006, pasando de los cerca de 80 dólares por barril a los 60 actuales. Esta evolución ha permitido contener las presiones inflacionistas en las economías importadores de crudo, al tiempo que los países productores han mantenido elevados ingresos de cuenta corriente y fiscales. Los precios del petróleo, así como de otras materias primas, se sitúa hoy claramente por encima del promedio histórico, lo que da a América Latina un colchón de seguridad adicional a la buena situación doméstica³.

Impacto positivo en la cuenta corriente...

Los elevados precios de las materias primas permiten unos ingresos extraordinarios (vía comercio) en la cuenta corriente de las diferentes economías latinoamericanas. Esta situación, junto a un mayor dinamismo internacional, conforma la actualidad como el primer período sostenido de superávit corriente conjunto en América Latina, con un promedio del 1,6% del PIB en 2003-2006. El caso de Venezuela es paradigmático, al ser el gran beneficiado en sus cuentas externas por el alza en el precio del petróleo, reflejado en saldos positivos de dos dígitos en todo el período. Y también merece la pena mencionar a Brasil, que con un patrón no tan especializado en productos primarios ha invertido su tradicional déficit gracias a la apuesta por manufacturas competitivas.

A la buena evolución de la cuenta corriente no sólo ha contribuido el aumento en los ingresos de exportación, sino que en algunos países ha jugado un papel relevante el incremento sustancial en la llegada de remesas de emigrantes. Los ejemplos más claros los encontramos en México, Colombia y Perú, ya que los envíos recibidos por este concepto en el período 2003-2006 han atenuado el déficit corriente en los dos primeros casos y han invertido el signo en el último. En otros países, estos flujos han "sumado" en Argentina y Brasil, mientras que han sido irrelevantes en Chile y Venezuela⁴.

La mejoría en la cuenta corriente ha estado acompañada por la consolidación de la Inversión Extranjera Directa (IED), la entrada de flujos financieros en los mercados locales y la intervención de algunos bancos centrales para frenar la apreciación de sus monedas. El resultado ha sido un crecimiento ininterrumpido del nivel de reservas desde comienzos de 2003 en las principales economías latinoamericanas, pasando de 144 mil millones de dólares en enero de dicho año a 264 mil a finales de 2006. Esta evolución ha situado el porcentaje de estos activos sobre PIB en la zona de máximos históricos, y, aunque el fuerte crecimiento real había moderado estas cifras, desde la primavera pasada se observa un nuevo impulso, reflejo de la intensa entrada de divisas del exterior. Con relación a las importaciones, la lectura es menos positiva, ya que las reservas cubren algo menos de 7 meses y la tendencia es decreciente desde 2004.

...y en el balance fiscal

Las sorpresas positivas en materia de crecimiento y en el precio de las materias primas ha tenido como consecuencia la desviación al alza sobre los objetivos presupuestarios establecidos en las respectivas leyes de los diferentes países latinoamericanos. Los países especializados en productos primarios, con vinculación empresarial y tributaria con las exportaciones, han recibido ingresos extraordinarios en sus arcas públicas. En general, el empleo de estos recursos ha sido controlado, llevando los saldos fiscales a registros récord. La región habría cerrado 2006 con un déficit del 0,5% del PIB,

³ Para mayor información ver recuadro posterior sobre coyuntura y perspectivas en el mercado petrolero.

⁴ El artículo de remesas más adelante recoge un análisis del impacto en el tipo de cambio real de la llegada de estos flujos para los países receptores.

la cifra más baja desde mediados de los noventa. Sin embargo, sería conveniente el establecimiento de reglas de ahorro fiscal, similares a la que existe en Chile, donde se consideren aspectos cíclicos y desviaciones de los precios de materias primas sobre niveles de largo plazo.

La normalidad política protagoniza el año electoral

Durante 2006 se han desarrollado procesos electorales en la gran mayoría de países de América Latina. La nota predominante ha sido la normalidad política y la estabilidad institucional, elementos que han sido recogidos por los mercados financieros. Las divisas se han apreciado desde las turbulencias vividas en mayo y junio, mientras que la prima de riesgo se mantiene en la zona de mínimos históricos. Los inversores sólo han reaccionado de manera puntual y guiados en la mayoría de los casos por factores internacionales, especialmente por las expectativas de tipos de interés en Estados Unidos.

Es previsible que los nuevos equipos de gobierno den continuidad a las políticas monetaria y fiscal más ortodoxas que han acompañado la mejora en el cuadro macroeconómico en los últimos años. El contexto internacional y doméstico resulta hoy propicio para avanzar en la agenda de reformas microeconómicas que permita consolidar los logros alcanzados y afrontar los retos pendientes. La existencia de un sistema tributario eficiente, un mayor grado de competencia en los mercados de bienes, la eliminación de rigideces en el mercado laboral y un sistema educativo competitivo son aspiraciones necesarias, que redundarán en el futuro en un mayor crecimiento y bienestar social⁵.

Buenas perspectivas para 2007

El crecimiento mundial será más contenido en 2007, pero todavía en tasas elevadas, mientras que la inflación continuará estando en niveles históricamente reducidos. En este contexto, la moderación en el precio de materias primas será suave al tiempo que el volumen de liquidez y los bajos tipos de interés internacionales continuarán apoyando un escenario de buenas condiciones de financiación. Esperamos que el índice BBVA-MAP se sitúe un 9% por debajo de los niveles promedio de 2006, mientras que nuestras previsiones, como veíamos en la sección de Escenario Internacional, señalan la interrupción en las subidas de la Reserva Federal y alzas moderadas en Europa y Japón.

Anticipamos que en este entorno, el crecimiento del PIB para 2007 en las principales economías de América Latina será del 4,5%, siete décimas más de lo esperado a principios de 2006. La inflación se mantendrá en niveles contenidos y reducidos en términos históricos (5,4%), alcanzando mayoritariamente los objetivos de las autoridades monetarias. La cuenta corriente y el saldo presupuestario recogerán un menor crecimiento económico y la leve caída en los precios de materias primas, moderando la primera su superávit al 1% del PIB y situando el segundo el déficit en el 1,0%. Un cuadro macroeconómico, en definitiva, mejor que en períodos anteriores para afrontar los riesgos e incertidumbres que pudieran materializarse.

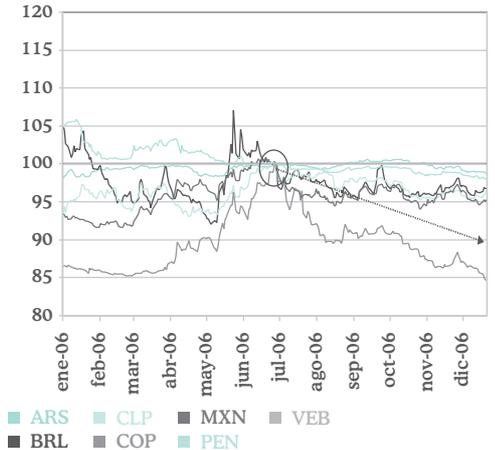
⁵ En un artículo más adelante se analizan las alternativas para cubrir la agenda social pendiente.

Saldo Presupuestario 2006 (% PIB)

	Presupuesto	Estimación BBVA	Diferencia
Argentina	1,4	2,1	0,7
Brasil	-3,0	-3,0	0,0
Chile	2,3	7,6	5,3
Colombia	-2,0	-0,4	1,6
México	0,2	0,2	0,0
Perú	-1,0	1,0	2,0
Venezuela	-5,6	1,1	6,7

Fuente: BBVA y Datos nacionales

Tipo de cambio (índice 100=28-jun-06)*



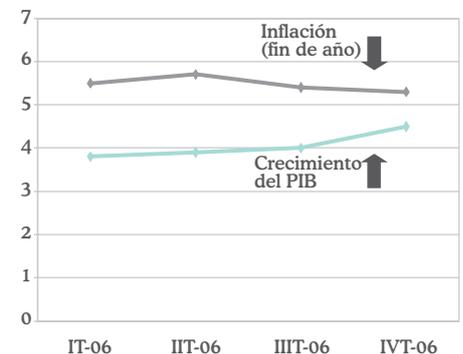
Fuente: BBVA a partir de Bloomberg; *Un aumento (descenso) está asociado a la depreciación (apreciación) de la divisa local

EMBI+(pb) y elecciones políticas en América Latina



Fuente: BBVA, JP Morgan

Previsiones para 2007 (en %)



Fuente: BBVA

¿Serán sostenibles los actuales precios del petróleo?

El precio del petróleo ha llegado a registrar una caída del 30% desde su nivel máximo alcanzado en julio de 2006. El elemento central de esta evolución ha sido la ausencia de un conjunto de factores que habían impactado al mercado, asociados más a un tema de expectativas que a cambios profundos en sus fundamentos.

Entre ellos destacan una suavización del riesgo geopolítico asociado a Irán y la fortaleza de la oferta que ha permitido la construcción de importantes inventarios, tanto en Estados Unidos (EE.UU.) como en el resto de los países consumidores más importantes.

Sin embargo, hemos estado en presencia de una fuerte volatilidad condicionada por elementos de índole coyuntural asociados al clima, problemas con algunas refinerías y temas de mayor calado como son anuncios de la administración Bush de duplicar sus reservas estratégicas de petróleo, las marchas y contramarchas de los países miembros de la OPEP en su visión del mercado, y la reaparición de escenarios de potencial conflicto en Irán.

Pero, ¿son suficientes estos factores para pensar en una recuperación sostenida que permita ubicar el precio del barril de Brent en niveles medios cercanos a los alcanzados en 2006?. La respuesta es que estimamos que la probabilidad de ubicarse en 65,6 dólares el barril o por encima de este nivel se encuentra en un 25%.

Factores estructurales

Al tratar de evaluar los factores estructurales del mercado, tenemos que la oferta está creciendo a un ritmo del 2,0% interanual, mientras la demanda lo hace en un 1,6%. Al analizar los factores que vienen determinando la evolución de la demanda, tenemos que sigue siendo el dinamismo de las economías emergentes lo que explicará alrededor del 75% del crecimiento anual en los próximos dos años.

Por el lado de la oferta, los productores No-OPEP explican alrededor del 65% del crecimiento de la oferta, mientras que los países de la OPEP incorporan alrededor de 470 mil barriles diarios, lo que implica un nivel de producción de 29,9 millones de barriles por día, similar a la producción promedio registrada en el tercer trimestre de 2006.

Al tratar de evaluar los factores que pueden alejar al mercado de esta evolución de la oferta, tenemos que la política de recortes de la producción por parte de la OPEP y las tensiones en Irán son los elementos centrales. Mientras que por el lado de la demanda, las políticas agresivas de acumulación de reservas estratégicas por parte de EE.UU. y China, son el elemento que puede generar sorpresas.

Escenario central (75% de probabilidad)

El escenario central supone que el crecimiento de la oferta y demanda es el que se describió anteriormente. Por el lado de la demanda, no se produce una política agresiva de construcción de reservas estratégicas, contemplándose 11 millones de barriles para 2007 por parte de EE.UU. Por el lado de los países emergentes se tiene que parte de los incrementos potenciales de la demanda comienzan a ser com-

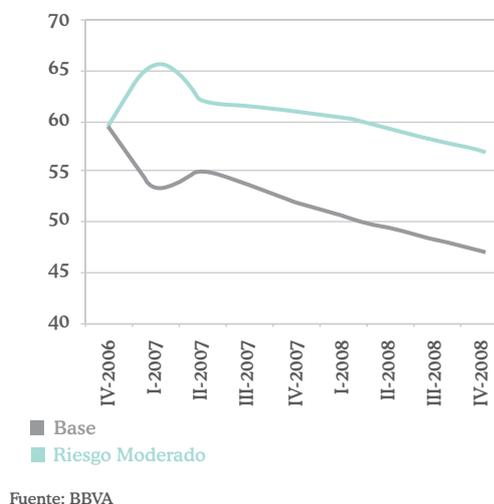
pensados por las ganancias de eficiencia en economías como China e India. En el caso de China, las políticas que se vienen adoptando por parte de su gobierno apuntan a generar incentivos para consolidar y avanzar en las mejoras, fundamentalmente en el sector transporte e industrial.

Por el lado de la oferta se contempla que las políticas de recortes por parte de la OPEP no logran avanzar en nuevos ajustes, fundamentalmente por el rol de países como Arabia Saudita, que han mostrado poco convencimiento en la necesidad de seguir ajustando la producción. De hecho, a partir de febrero entra en vigencia un segundo recorte, pactado en 2006, de 500 mil barriles adicionales, para completar un ajuste total de 1,7 millones de barriles desde el último trimestre del año anterior. Sin embargo, al evaluar el comportamiento de la producción se tiene que el primer ajuste sólo se ha cumplido en un 60%, unos 720 mil barriles, observándose que el 65% del ajuste lo ha realizado Arabia Saudita, mientras que los países que más han impulsado la política de recortes, Nigeria y Venezuela, partieron de un nivel inicial inferior al que establecía su cuota, por lo que su aporte ha sido muy bajo en la reducción de producción. Las declaraciones recientes de las autoridades sauditas comienzan a quitar presión sobre el cumplimiento de la segunda etapa del recorte, por lo que existe una baja probabilidad a la aprobación de un nuevo ajuste en la próxima reunión de marzo.

Este escenario implica una construcción de inventarios que permitirá una media equivalente a 87 días de demanda para los países de la OCDE, lo que representa un alza del 5% con respecto al nivel de cierre de 2006.

Por el lado del riesgo geopolítico, se mantiene la tensión sobre Irán, pero sin impacto en la producción petrolera de ese país. Un escenario de menores precios del petróleo implica para el país una mayor presión sobre su situación fiscal. Entre 2005 y 2006 el resultado ha sido de un déficit público del 1% del PIB a pesar de los precios del petróleo. El gasto fiscal se ubica cerca del 40% del PIB, siendo las

Escenarios para el precio del barril de Brent (USD)



transferencias vía gasto social una cuarta parte. Un escenario de menores precios en el entorno de una política económica más intervencionista implicará de cara a 2007 y 2008 un déficit medio del 6% del PIB. Este entorno de mayores desequilibrios internos es un elemento que estaría quitando presión a una salida vía conflicto. En este sentido, algunas declaraciones de altos funcionarios del gobierno iraní culpan a Arabia Saudita de estar impulsado un escenario de menores precios, que en el entorno fiscal deficitario implicaría un freno al programa de desarrollo de energía nuclear.

El resultado de todos estos elementos implica una media para el precio del Brent de 53,5 dólares por barril en 2007, representando una caída del 22% con respecto al año anterior.

Escenarios de riesgo (25% de probabilidad)

El escenario de riesgo se divide en dos componentes, uno moderado y otro extremo.

El primero se diferencia del base por considerar por el lado de la demanda una construcción de inventarios por parte de EE.UU. y China equivalentes a una media de 350 mil barriles diarios en el resto del año. Por el lado de la oferta contempla el cumplimiento de la política de recortes pactada por parte de la OPEP, lo que implica una reducción de 1 millón de barriles diarios con respecto al nivel de producción del mes de enero. Este escenario de riesgo moderado tiene una probabilidad del 20%. El precio medio del Brent sería de 62,6 dólares el barril para 2007 y de 58,6 dólares para 2008.

El escenario de riesgo extremo tiene una probabilidad del 5% y se puede dividir a su vez en dos componentes. El primero implica una escalada en la situación de Irán, que termina con la salida de la producción de ese país. El precio medio del Brent se ubicaría en 80 dólares el barril para 2007. La probabilidad asociada a este escenario es del 4%.

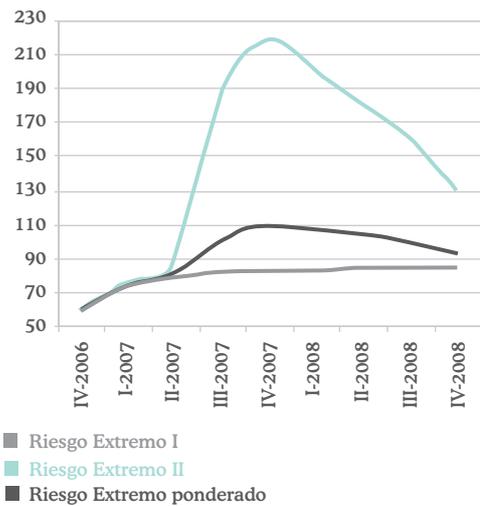
En el segundo se agregan además dificultades en el estrecho de Hormuz, donde circulan diariamente unos 17 millones de barriles. El precio medio del Brent en este escenario se ubicaría en 142 dólares el barril para 2007. La probabilidad asociada a este componente es del 1%.

El precio ponderado del escenario de riesgo extremo sería de cara a 2007 de 92,4 dólares el barril.

Impactos en la región

Al tratar de evaluar los impactos para América Latina del ajuste del precio del petróleo y derivados que se espera en el año en el escenario base, tenemos que la región presentará una caída promedio del resultado de cuenta corriente de 0,6

Escenarios para el precio del barril de Brent (USD)



Fuente: BBVA

puntos del PIB, siendo la media de los países que mejoran su posición (importadores netos) de 0,8 y los que empeoran (exportadores) lo hacen en 1,9 del PIB.

Entre los países donde la reducción de los precios del petróleo tiene un mayor impacto positivo en su cuenta corriente destacan Paraguay, Chile y Brasil, con 1,9, 1,5 y 0,4 puntos del PIB, respectivamente. Mientras que entre los países que tienen un impacto negativo tenemos a Venezuela con el equivalente al 7,1% del PIB, Argentina con el 0,5% y México con el 1,1%.

En términos de flujos esto implicará para los países que mejoran su posición ingresos adicionales de 9.700 millones de dólares de 2005, mientras para los países que empeoran una merma de 24.000 millones de dólares de ese año. El efecto neto se resume en una disminución de flujos para la región por 14.300 millones de dólares, de los cuales la mitad corresponden a Venezuela y Ecuador.

Crecimiento real crédito privado promedio anual últimos 2 años

Argentina	15,1%
Brasil	13,2%
Chile	14,8%
Colombia	14,9%
México	10,2%
Perú	3,7%
Venezuela	40,0%
China	9,0%
Croacia	12,4%
República Checa	14,6%
Hungría	14,2%
India	20,0%
Indonesia	10,4%
Corea del Sur	1,5%
Lituania	44,4%
Malasia	4,5%
Rusia	25,9%
Eslovenia	14,7%
Tailandia	3,3%
Turquía	34,5%
Ucrania	27,5%

Fuente: BBVA

Crecimiento real crédito privado (anterior boom)

	% anual	Años
Argentina	13,4%	96-98
Brasil	9,3%	92-94
Chile	21,0%	80-82
Colombia	12,6%	96-98
México	21,9%	92-94
Perú	17,5%	96-98
Venezuela	22,0%	95-97

Fuente: BBVA

Stock de crédito al sector privado (en % del PIB)

	2006	Max	Año Max
Argentina	11,7%	0,0%	1999
Brasil	34,5%	82,2%	1993
Chile	72,8%	72,8%	2006
Colombia	23,7%	23,7%	2006
México	16,9%	38,7%	1994
Perú	18,1%	28,3%	1999
Venezuela	12,3%	33,4%	1978
China	114,9%	141,7%	2003
Croacia	60,8%	60,8%	2005
República Checa	36,7%	76,5%	1994
Hungría	51,7%	51,7%	2005
India	41,2%	41,2%	2005
Indonesia	26,0%	60,8%	1997
Corea del Sur	92,3%	94,4%	2003
Lituania	34,9%	34,9%	2005
Malasia	116,7%	154,9%	1997
Rusia	25,7%	25,7%	2005
Eslovenia	53,8%	53,8%	2005
Tailandia	93,1%	165,7%	1997
Turquía	25,4%	25,4%	2005
Ucrania	33,4%	33,4%	2005

* En gris, máximos históricos

Fuente: BBVA

II. Observatorio económico

Boom de crédito en América Latina: ¿Hay razones para preocuparse?

El crédito al sector privado ha crecido de manera espectacular en los principales países de América Latina. Medido en términos reales, el crecimiento del crédito en los últimos dos años ha promediado entre el 10 y el 15% anual en todos los países de la región, con la excepción de Perú, donde el crédito crece a un ritmo del 4% anual, y Venezuela, cuyo crédito aumenta en los dos últimos años a una media del 40%.

En una primera aproximación puede argumentarse que el fenómeno responde a causas globales que afectan básicamente a todos los países emergentes. El momento cíclico internacional es responsable en buena medida de este crecimiento generalizado.

Con estas cifras, es fácil afirmar que actualmente existe un boom de crédito. Sin embargo, a pesar de lo elevadas que puedan parecer, es necesario aclarar que las variaciones son menores a las experimentadas en otros momentos de "boom" que han precedido a "busts". En los 90s, durante el anterior *boom*, el crecimiento fue superior al acumulado actualmente.

Aunque en algunos países las tasas a las que se incrementa el crédito real ya superan a las variaciones máximas de anteriores ciclos de boom, en una buena parte de los mismos los niveles de crédito aún permanecen por debajo de sus niveles máximos. Medido el tamaño de la cartera de crédito con respecto al tamaño de la economía, sólo Chile y Colombia presentan los niveles de crédito real más elevados en su historia, si bien sólo en Chile el nivel (73% del PIB) es más cercano al de países desarrollados. En Brasil el stock de crédito representa un tercio del producto, en Colombia un 24% del mismo, mientras en los demás el crédito es inferior a una quinta parte de su producto, muy lejos de los niveles observables en el resto de países emergentes asiáticos y europeos.

En todos los países a excepción de Chile, el crédito se recupera a partir de niveles muy bajos. Un alza del ratio crédito/PIB es normal en países que viven un proceso de reintermediación. Adicionalmente todos los países han transitado por reestructuraciones del sistema financiero que coincidieron con caídas importantes de la intermediación y ratios a niveles mínimos históricos. Además, al evaluar la expansión del crédito y ajustarlo por el ciclo de la economía se tiene que la expansión no es excepcionalmente elevada en esta recuperación cíclica, luego de un largo período cuasi-recesivo.

Análisis de los bust de crédito en América Latina

Los detonantes habituales de las crisis financieras en América Latina están asociados a un shock externo ó interrupción de los flujos de capital afectando primero los niveles de liquidez, asociado a un potencial ajuste del tipo de cambio que impulsa una corrida contra la moneda local que se traslada a la solvencia a través de la transmisión de la crisis al sector real. Las economías latinoamericanas han estado tradicionalmente expuestas a dichas interrupciones de flujos, en parte debido al inapropiado manejo de las políticas económicas. Así, los bust de crédito en la región han sido consecuencia, no tanto de niveles elevados del stock de crédito, sino de otros desequilibrios.

Tradicionalmente, políticas fiscales fuertemente expansivas acumularon un endeudamiento público cada vez más caro de financiar. La inoperancia de la política monetaria bajo regímenes de tipo de cambio fijos, que normalmente mantenían sobrevaloradas las monedas, reducía el margen de actuación de los gobiernos, a la vez que generaba crecientes déficit de cuenta corriente.

Por otra parte, la reducida productividad de los factores (durante buena parte de los 80's y primera mitad de los 90's), y el bajo ahorro de estas economías fueron un acelerador en el proceso de endeudamiento y empeoramiento de las condiciones de financiación. Al tratarse de economías

muy poco abiertas, la insostenibilidad del régimen cambiario dada la necesidad de devaluaciones para ganar competitividad agravaba la magnitud de los ajustes del tipo de cambio, y el efecto hoja de balance provocado por la depreciación sobre la deuda externa provocaba una recesión.

En las crisis anteriores, existía un consenso que esta había sido precedida de un período de fuerte expansión del crédito, conjuntamente con un marco débil de regulación y de supervisión financiera, así como la existencia de organismos de protección que incrementaban la toma de riesgo por parte de los depositantes, deudores e instituciones financieras.

Cuando el crecimiento del crédito empezaba a perder sustento en el sector real, se generaba un sobreendeudamiento, que normalmente terminaba en un incremento en las tasas de interés y la morosidad.

En esta ocasión, sin embargo, y aunque los países si bien los países no están exentos de riesgos, la mayor estabilidad macroeconómica y la mejora en los fundamentos macroeconómicos hacen temer en menor medida un desplome del crédito.

Partiendo de la evidencia que liga la riqueza de una economía, medida por su producto por habitante, con el stock de crédito privado, la tendencia natural pues debería ser a que el crecimiento del crédito continuase en los próximos años, en un proceso de catching-up con el resto de economías emergentes y sobre todo desarrolladas.

El crecimiento económico, la ausencia de desequilibrios macroeconómicos, la estabilidad macro en suma, el desarrollo de un adecuado marco regulatorio (Basilea), la profundidad del mercado financiero (llegando a un mayor porcentaje del población), el desarrollo de la banca privada en detrimento de la pública son variables que influyen positivamente en un crecimiento "sano" del crédito, lejos de la volatilidad de boom and bust anteriores. Veamos en cuáles de estas variables se ha mejorado respecto a ciclos anteriores y cuales aún son susceptibles de mejora.

Similitudes con anteriores ciclos de boom

En primer lugar, el actual contexto se encuadra en un ciclo alcista del precio de las materias primas, de las que los países latinoamericanos son en gran medida dependientes. La volatilidad de dichos precios se ha trasladado históricamente a la actividad en la región. Algunos de los booms de crédito se han dado coincidiendo con el efecto riqueza generado por altos precios de materias primas. Dado que la dependencia de commodities no se ha reducido en el tiempo, en este sentido una parte del boom actual se debe al importante crecimiento de los precios de dichos bienes.

Al igual que en anteriores ocasiones, si bien el efecto riqueza afecta a todo tipo de crédito en general, el crecimiento que experimenta el crédito dedicado a consumo es superior al crédito a empresas o el hipotecario. De esta forma los recursos no se orientan hacia proyectos de inversión que garanticen el crecimiento futuro de la economía (pues en general en la región los ratios de inversión a PIB no han aumentado en los últimos años). Con ello las economías continúan expuestas a cierta inestabilidad, dada la mayor volatilidad del crédito al consumo.

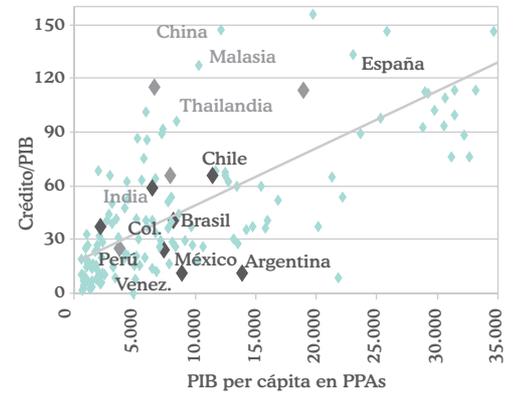
Como aspecto también destacable, al igual que en años anteriores, buena parte del crédito al sector privado aún es dirigido en algunos países por el sector público. Este tipo de crédito suele orientarse hacia sectores o empresas que, por sus características, tienden a ser poco eficientes o bien de reducido valor añadido, como el sector agrícola. En algunos países, como Brasil este tipo de crédito aún representa el 40% del total de crédito privado.

De esta manera el crédito latinoamericano es, como en otras ocasiones, vulnerable al fin del efecto riqueza generado por el precio de los commodities que exporta.

Diferencias con otros períodos de boom del crédito

Sin embargo, los países de la región han avanzado mucho en materia de estabilidad macroeconómica en los últimos años. Como se mencionaba más arriba, los desequilibrios generados por un endeudamiento público

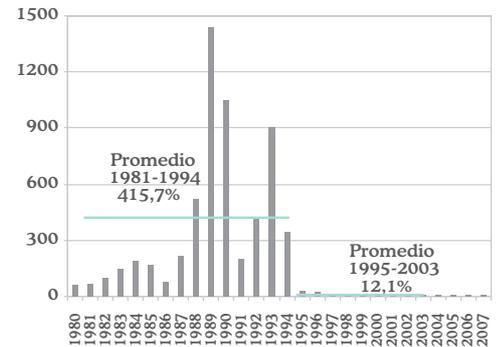
Crédito s. PIB y Renta per cápita 2005



Fuente: BBVA en base a Banco Mundial

Inflación en América Latina

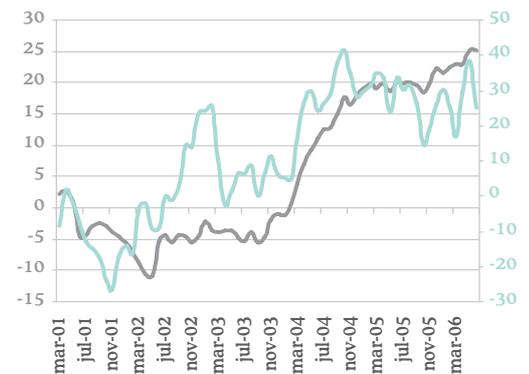
(variación anual del IPC en %)



Fuente: BBVA

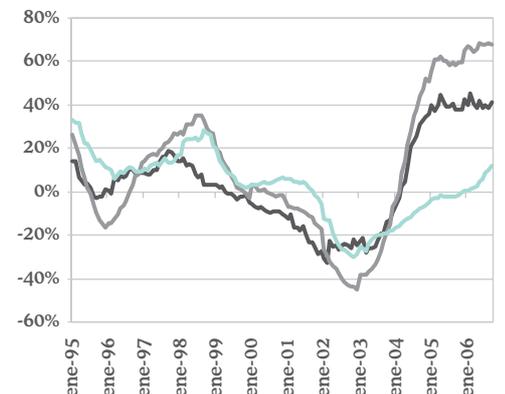
Latam: crédito privado y precio de materias primas

(crec. anual)



Fuente: BBVA

Argentina: crecimiento del crédito

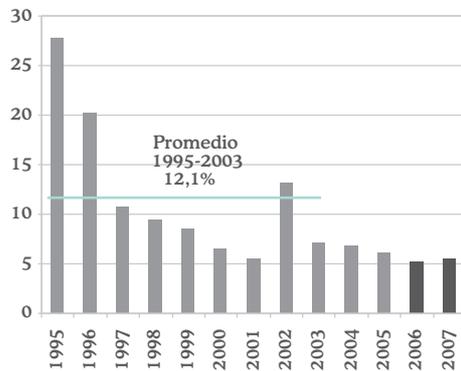


■ Hipotecario
■ Empresas
■ Consumo

Fuente: BBVA en base a BCRA

Inflación en América Latina

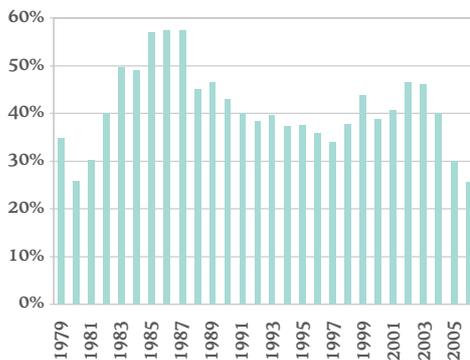
(variación anual del IPC en %)



Fuente: BBVA

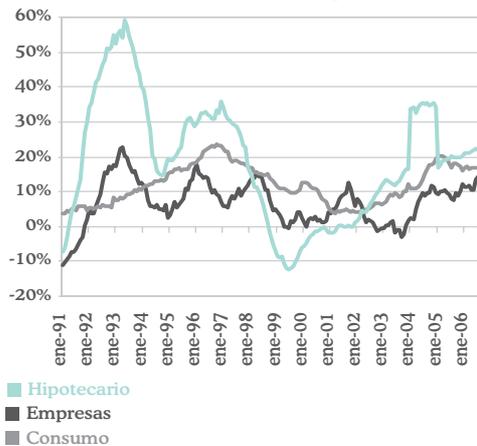
América Latina: deuda externa

(% sobre PIB)



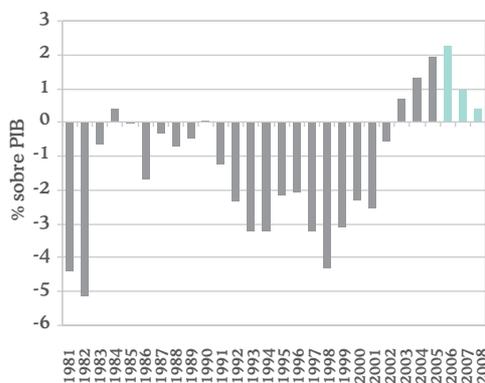
Fuente: BBVA en base a IIF

Chile: crecimiento crédito privado



Fuente: BBVA en base a BCCH

Cuenta corriente América Latina



Fuente: BBVA

excesivo y deficientemente orientado, que no redundaba en un mayor crecimiento económico, tradicionalmente han sido causa de crisis de deuda externa y balanza de pagos.

La elevada deuda que obligaba a mantener los tipos de interés en niveles prohibitivos, se ha reducido en los últimos años. La deuda total de la región es la mitad que hace sólo 4 años, medida no sólo como porcentaje del producto sino también como porcentaje de las exportaciones regionales. Ante esto caben destacar dos puntos: el primero, el esfuerzo que aprovechando la coyuntura han realizado los gobiernos para recomponer su estructura de deuda, anticipando pagos y alargando vencimientos. El segundo, la apertura comercial que ha experimentado la región, que ha doblado su corriente de comercio en la última década.

Con ello, la solvencia externa de la región ha mejorado notablemente. Desde déficit corrientes del 4% América Latina ha pasado a arrojar superávit externos de forma sostenida, disipando la posibilidad de volver a repetir en el medio plazo una crisis de balanza de pagos como las del pasado. La acumulación de reservas internacionales además fomenta la tranquilidad.

La ausencia de estas crisis y la implementación de mecanismos que las eviten en un futuro, como la imposición de límites al endeudamiento público mediante reglas fiscales que garanticen la responsabilidad fiscal, o la independencia de Bancos Centrales para llevar a cabo la política monetaria, no hacen sino haber reducido la volatilidad del crecimiento económico, y con ella, el peligro de bust de crédito.

Por otra parte, los mercados financieros regionales han ganado en profundidad. El grado de bancarización de los países es superior al pasado, lo que trae consigo un aumento natural de la demanda por crédito.

Desde el punto de vista de la oferta, la existencia de una banca privada eficiente, en buen parte extranjera, en detrimento de la banca pública, y los avances en materia de regulación bancaria y financiera (Basilea I y II) garantizan un sistema bancario más seguro. En este aspecto el sistema bancario latinoamericano se encuentra muy por encima de los de otros países emergentes.

El principal riesgo que se presenta en el corto plazo para el crecimiento continuado del crédito es la aparición de tensiones inflacionistas en aquellos países que se encuentran actualmente creciendo por encima de su potencial, que obligue a un aumento de los tipos de interés reales, que postergaría para el futuro la tendencia creciente del crédito. No obstante, no es de esperar una caída brusca como en el pasado.

¿Puede producirse una crisis financiera y bancaria como en Asia en 1997?

La crisis asiática pasó a la historia por tratarse de la primera gran crisis financiera de la era de los mercados globalizados. Se trató de una crisis puramente financiera, pues la mayor parte de las economías disfrutaban de unos fundamentos macroeconómicos sólidos.

En particular, el correcto saneamiento de las cuentas públicas, con déficits públicos bajo control (e incluso superávits) durante los años de mayor crecimiento conllevó niveles de endeudamiento público relativamente reducidos, tasas de inflación contenidas y estables, todo ello en un marco de tipos de cambio controlados (regímenes fijos o semi-fijos).

En segundo lugar, todos los países eligieron orientar su economía hacia el exterior, impulsando un sector exportador apoyado por las ventajas comparativas que otorga una mano de obra barata. Las elevadas tasas de ahorro doméstico permitieron un crecimiento espectacular de la inversión, que eventualmente sobredimensionó algunos sectores. De esta manera el crecimiento se debió en su mayor medida a la acumulación de capital siendo reducido el crecimiento de la productividad. En un entorno de libre circulación de capitales y con tipos de cambio fijos el endeudamiento en dólares creció muy rápidamente. Además, la imposibilidad de instrumentar políticas monetarias adecuadas indujo una expansión monetaria, y con

ella el crecimiento del crédito bancario doméstico. Cuando se añade la escasez de regulación bancaria y la mala calidad de los activos bancarios se comprende la pérdida de confianza de los mercados.

Con el crecimiento de la dependencia de flujos de financiación de corto plazo, las divisas acabaron sufriendo una brusca depreciación que afectó de manera muy importante a la actividad real. Así, la formación bruta de capital, principal motor económico, experimentó contracciones reales de entre el 20% y el 50% en un solo año, y con ella el consumo y el crédito, así como el aumento de las tasas de morosidad. La sobreinversión era un desequilibrio que necesitaba corregirse, al no existir ganancias reseñables de productividad. Y la mala regulación del sector bancario empeoró la corrección de la inversión, el consumo y el crédito.

Ciertamente existen similitudes entre la situación actual de los países latinoamericanos y la de los asiáticos en 1997, previo a la crisis. En primer lugar, la disciplina macroeconómica predomina en la región donde, salvo excepciones, la inflación permanece bajo control y las cuentas públicas arrojan pequeños déficit o incluso superávit. En los últimos años, los niveles de deuda externa han caído incluso por debajo de los observados en Asia en 1997. La relativamente libre circulación de capitales también es una característica común. Y las superavitarias cuentas corrientes latinoamericanas evidencian la ausencia de desequilibrios también por esta vía. Sin embargo, una de las características que comparten con Asia pre-crisis es la reducida aportación de la productividad al crecimiento económico.

Por el contrario, existe toda una batería de características que diferencia la situación actual de América Latina de Asia-97.

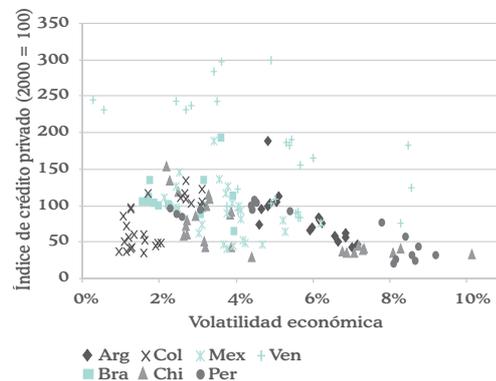
Empezando por los niveles alcanzados por el crédito privado. Salvando a Chile, los niveles de crédito en el resto de países son muy inferiores a los previos de Malasia, Tailandia, Indonesia o Filipinas. Además, mientras aquellos se encontraban en máximos en 1997, en la región sólo Chile y Colombia se encuentran hoy en máximos históricos, y en este último caso el crédito no representa ni una cuarta parte del producto.

Por otra parte, las tasas de ahorro e inversión en América Latina son claramente inferiores a las asiáticas. Es difícil sostener la existencia de indicios de sobreinversión en algún sector. Además, la flexibilización de los mercados cambiarios de los 90's junto a la aplicación de políticas monetarias que establecen el cumplimiento de objetivos explícitos de inflación en buena parte de los países, no deja todo el peso de los ajustes a los tipos de interés, sino que buena parte es asumida por el tipo de cambio en el mercado. Aún en el caso de la existencia de sobrevaloración de alguna divisa, la reducción del endeudamiento externo y la acumulación de reservas de los últimos años debería de servir de cierta garantía ante una posible corrección de ese desequilibrio cambiario.

Por último la situación de los mercados bancarios en la región es más solvente que la que existía en Asia en 1997. Los mecanismos regulatorios aplicados por las economías de América Latina las colocan en los primeros puestos entre los emergentes en cuanto a calidad regulatoria. Además, la calidad del crédito en América Latina es más elevada que en Asia, y por ello las máximas tasas de morosidad alcanzadas en las épocas de crisis son inferiores a las de países asiáticos. En buena medida, la privatización de buena parte de la banca pública latinoamericana en los 90's ha contribuido a la aplicación de mejores técnicas de gestión del riesgo.

En definitiva, las correcciones que pueden existir en el ritmo de crecimiento del crédito, que puedan provocar un aumento de la morosidad estarían relacionadas con la natural ralentización económica asociada al agotamiento de uno de los mejores ciclos expansivos por los que ha atravesado la región. No cabe esperar en el corto plazo una crisis financiera a la asiática, ni tampoco a la latinoamericana asociada a los grandes desequilibrios pasados.

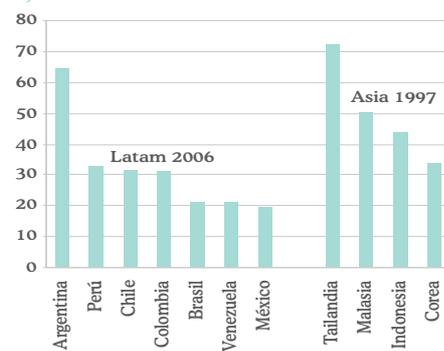
Crédito y estabilidad macroeconómica



Fuente: BBVA en base a FMI

Deuda externa

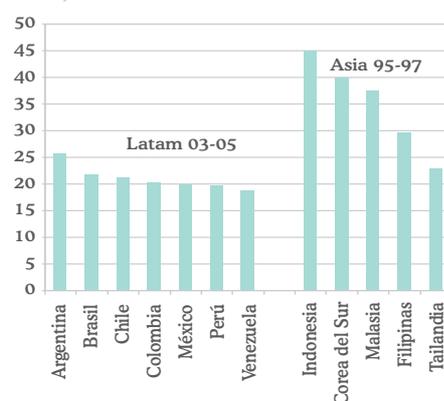
(% PIB)



Fuente: BBVA en base a IIF

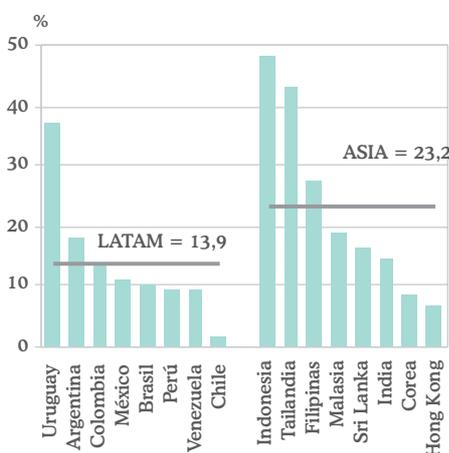
Inversión

(% del PIB)



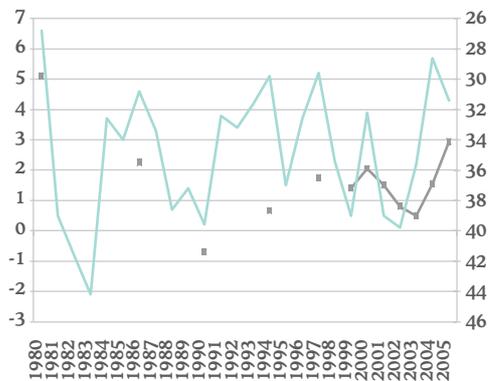
Fuente: BBVA en base a IIF

Máximo valor de la tasa de mora en crisis (98-06)



Fuente: GFSR - IMF

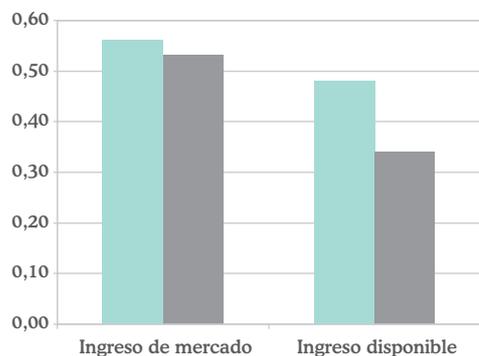
Crecimiento y pobreza en América Latina



■ Línea de pobreza en zonas urbanas (esc.dcha. invertida)
■ Crecimiento del PIB real (en %)

Fuente: FMI y Cepal

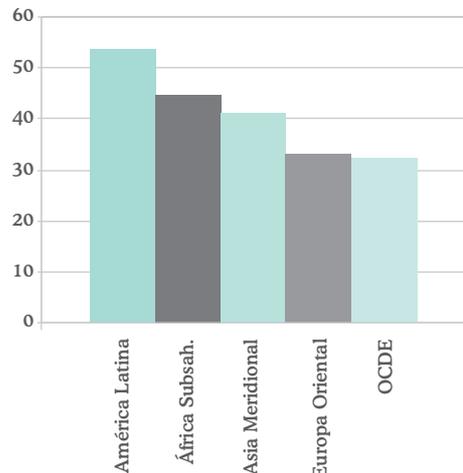
Índice de Gini antes y después de gasto público



■ América Latina
■ UE-15

Fuente: Banco Mundial

Índice Gini (promedio regional*)



* Varios años

Fuente: BBVA a partir de datos del Banco Mundial

Crecimiento: El verdadero antídoto contra la pobreza

La coyuntura económica ha influido de forma sustancial sobre el debate político de la región. Este último, además, ha estado definido en el último año por un intenso ciclo electoral, gracias a la celebración de doce elecciones presidenciales desde noviembre de 2005. En general, los resultados electorales han proporcionado una imagen de que en la región existen dos claras visiones sobre el tema de la pobreza.

La primera plantea que para atacar el problema es necesario implantar políticas redistributivas del ingreso y otra corriente que piensa que eso no es suficiente y se debe priorizar en políticas que impulsen el crecimiento y, por ende, incrementen el ingreso.

Una estrategia eficiente de política económica dirigida a reducir la pobreza debe otorgar peso tanto a las políticas de estímulo directo al crecimiento económico y las políticas de combate a la pobreza que indirectamente favorecen el crecimiento.

La evidencia indica que políticas de combate directo a la pobreza tiene el potencial de generar un círculo virtuoso entre menor pobreza y mayor crecimiento. Por el contrario, las políticas de combate de la pobreza que tienen el potencial para generar un efecto neto positivo en el crecimiento a largo plazo de las economías son en esencia las que contribuyen a la acumulación de capital humano por parte de los pobres (como transferencias condicionadas a la inserción escolar y otros incentivos a la escolarización, las mejoras sanitarias disponibles a los pobres, etc.).

Esta consideración es central, ya que los hogares pobres tienen acceso a escuelas de menor calidad y restricciones de liquidez, por lo que no invierten lo suficiente en la educación de sus hijos y en la sociedad en su conjunto se le restringe el crecimiento del capital humano. Los individuos con mala nutrición y salud aprenden y producen menos que aquellos otros que tiene acceso a los servicios de salud de calidad.

Adicionalmente, la adopción de políticas macroeconómicas orientadas a reducir la volatilidad del crecimiento son centrales, ya que ésta es particularmente perniciosa para los pobres debido a su menor acceso al mercado financiero y de seguros.

Desde el punto de vista de la oferta, cuando se analiza qué factores determinan los diferenciales de atracción de inversiones, se encuentran como elementos inhibidores, además de la baja calidad institucional, la escasa infraestructura y bajos niveles de educación y salud.

Este debe constituir el centro de las políticas de ataque de la pobreza que garantiza que las reducciones se sostengan en el medio y largo plazo. Políticas que sólo atacan los problemas de redistribución del ingreso muchas veces han dejado de lado estos elementos y son la principal causa de su fracaso en disminuir de manera sostenida los niveles de pobreza.

Para que estas lecciones puedan traducirse en iniciativas políticas viables es necesario profundizar en la comprensión de las razones político-institucionales que explican la falta de iniciativa de los gobiernos latinoamericanos en materia de políticas de combate a la pobreza proclives al crecimiento. Dos ejemplos servirán para ilustrar este punto:

- (i) No es por ignorancia de su ineficiencia que algunos gobiernos latinoamericanos mantienen subsidios masivos e indiscriminados a la energía o a la educación superior, sino por la resistencia social de su supresión, capaz de poner en peligro muchas veces la estabilidad democrática.
- (ii) En América Latina, donde predominan las democracias, los pobres no son necesariamente entes pasivos de las políticas económicas, sino que, por el contrario, a través de su participación en elecciones, suelen marcar las características del Gobierno y sus políticas. Cabe preguntarse entonces cómo hacer que en este contexto el votante pobre, que es la mayoría, apoye electoralmente políticas de transferencias y subsidios condicionados frente a los no condicionados.

Los resultados recientes del proceso electoral en la región apuntan a dar respuestas claras en este sentido. El grueso de los gobiernos electos o reelectos se podría calificar como progresistas moderados. En estos casos, si bien se asumen objetivos de equidad o de mejora de los sectores sociales más desfavorecidos, pareciera prevalecer el compromiso con una política fiscal prudente y la vigilancia de la macroeconomía, la apertura comercial y el capital extranjero como pilares para sustentar el crecimiento de la economía a largo plazo.

Con pocas excepciones, existe la convicción en la región que la mejor política contra la pobreza es el fomento de la estabilidad y el crecimiento.

Remesas y pobreza

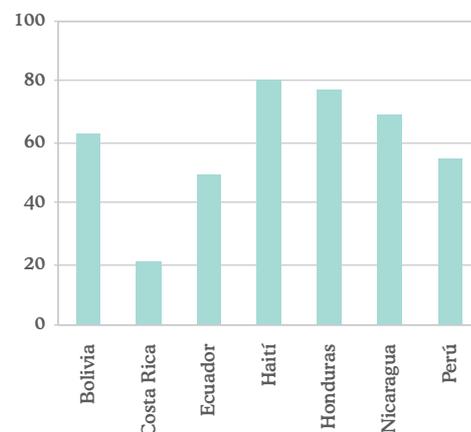
Un elemento novedoso de las últimas décadas es la aparición de las remesas a la región, que han duplicado su participación en términos de PIB con respecto a los niveles alcanzados en la década de los 90. Para muchos, éste era un factor que permitiría impulsar una reducción de la pobreza y la desigualdad.

Sin embargo, si bien esto es cierto, los resultados son modestos. El último informe del Banco Mundial sobre este tema en América Latina¹ indica que por cada punto adicional de remesas como porcentaje del PIB, la fracción de población que vive en condiciones de pobreza disminuye en promedio cerca de 0,4 puntos, mientras que los cambios en los indicadores de distribución de la renta son muy pequeños.

Un elemento central a considerar es que estos modestos resultados pueden llegar a ser controvertidos en el largo plazo si consideramos el impacto que podría tener en el crecimiento la salida de parte del capital humano más calificado de estas economías. Una disminución (alza) de un año de escolaridad genera una caída (alza) en el rango del 5-15% de la productividad media por trabajador². Ante este efecto de primera ronda, habría que evaluar si el impacto final de las remesas es de un incremento de la escolaridad por los incentivos propios de estos procesos.

Ante esta evidencia poco concluyente del impacto de las remesas vuelve a ser el crecimiento el elemento que más impacto tiene en la disminución de la pobreza. Ejemplo de ello es China, que en su largo período de dinamismo sostenido por encima del 6% ha permitido sacar de la pobreza a más de 200 millones de personas.

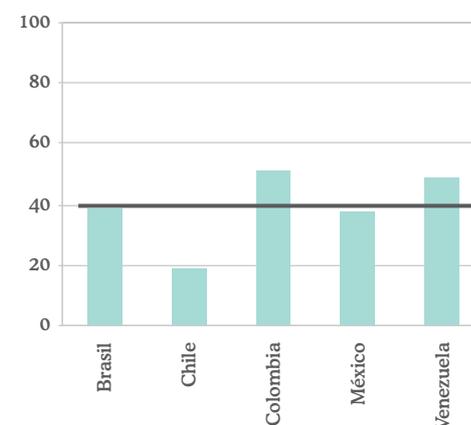
Países continuistas*: Nivel de pobreza (% sobre población total)



* Países en los que el presidente o el partido en el poder renueva mandato
Fuente: Cepal

Países con cambio de ejecutivo: Nivel de pobreza (% sobre población total)

(% sobre población total)



Fuente: Cepal y CIA World Factbook. Varios años

¹ "Close to Home: The Development Impact of Remittances in Latin America": http://siteresources.worldbank.org/INTLACOFFICEOFCE/Resources/ClosetoHome_FINAL.pdf

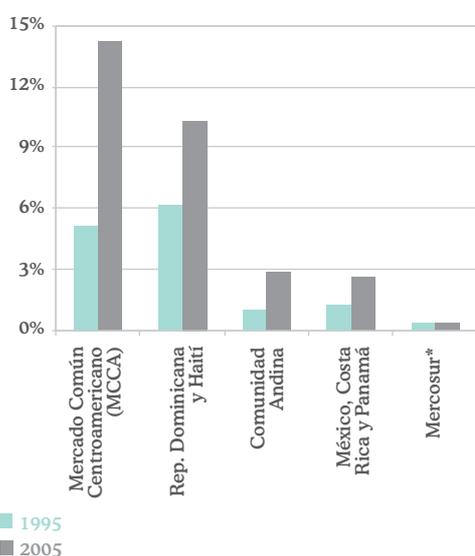
² Barro, Robert J. «Economic Growth in a Cross Section of Countries.» Quarterly Journal of Economics 106 (May 1991). pp. 407-43.

¿Enfermedad holandesa en las remesas?

El descubrimiento de gas natural por Holanda en el Mar del Norte durante los años sesenta originó elevados ingresos por divisas que condujeron a la apreciación real del tipo de cambio, factor que pudo contribuir al declive del sector industrial en este país. Este fenómeno, bautizado más tarde como *enfermedad holandesa*¹, ha estado asociado históricamente a las materias primas, encontrando referentes tan antiguos como la entrada masiva de oro en España durante el siglo XVI para financiar sus guerras. Sin embargo, y a pesar de que los ejemplos en este sentido se mantienen actuales (Rusia por el petróleo y el gas natural), la atención investigadora se ha dirigido también a otros flujos que pudieran terminar generando efectos negativos sobre la estructura económica de un país. Es el caso de la ayuda oficial al desarrollo y las transferencias privadas remitidas por los emigrantes. Es en estas últimas donde se centra el presente artículo, que persigue responder a la siguiente pregunta: ¿generan las remesas la apreciación real del tipo de cambio?

Remesas brutas sobre PIB

(en %)



Fuente: BBVA; *Los datos para 1995 sólo incluyen a Argentina, Brasil y Paraguay.

NOTA: El MCCA está integrado por El Salvador, Guatemala, Honduras y Nicaragua, la Comunidad Andina por Bolivia, Colombia, Ecuador y Perú, y Mercosur por Argentina, Brasil, Paraguay, Uruguay y Venezuela.

Coefficiente de correlación entre el crecimiento de las remesas brutas y de las importaciones (1980-2005*)

Rep. Dominicana	0,90
Paraguay	0,69
Haití	0,68
Perú	0,64
Brasil	0,35
México	0,22
Ecuador	0,21
Bolivia	0,21
Guatemala	0,04
Argentina	-0,14
El Salvador	-0,15
Nicaragua	-0,16
Honduras	-0,18
Panamá	-0,22
Costa Rica	-0,29
Colombia	-0,34

Fuente: BBVA a partir de IFS (FMI)
*Para años disponibles

Remesas y competitividad

La relevancia creciente de las remesas en la cuenta corriente de buena parte de los países latinoamericanos ya ha sido puesta de manifiesto en diferentes ocasiones en esta publicación, por lo que no se incidirá en ello. El objeto ahora es detenernos en los efectos macroeconómicos de estos flujos, dando continuidad a lo que quedó simplemente apuntado en "El proceso de emigración latinoamericana", publicado en *Latinwatch* del III Trimestre de 2006. En el citado artículo se hacía referencia a los impactos producidos en el país de origen, destacando entre ellos la mayor estabilidad de los flujos de divisas, la pérdida de capital humano y las presiones inflacionistas derivadas de un mayor consumo por habitante. A todos ellos, hipótesis teóricas que necesitarían un contraste empírico, habría que añadir las potenciales consecuencias negativas de una apreciación significativa del tipo de cambio real² (TCR) sobre la industria exportadora y, si la apertura al exterior es elevada, sobre el conjunto de la economía.

Una entrada significativa de remesas, además de producir un incremento en la demanda de moneda doméstica (apreciación nominal del tipo de cambio), supone una inyección en la renta disponible de las familias, que toman decisiones de consumo y ahorro sobre sus nuevos niveles de ingreso. Si el destino es mayoritariamente el gasto final en bienes y servicios (frente a la inversión), se aumentará la presión sobre los precios y salarios domésticos, deteriorando la competitividad de la economía. El efecto final sobre el TCR dependerá en gran medida de las importaciones impulsadas a partir del nuevo consumo inducido por las remesas. Una mayor preferencia por productos del exterior conducirá a un flujo negativo en la balanza comercial (salida de divisas), que podría compensar la entrada de remesas.

Los datos acerca del uso en destino de los flujos enviados por los emigrantes se han recogido en estudios *ad hoc* sobre países, por lo que no se publican regularmente y no es posible disponer de una base homogénea de comparación. A pesar de ello, puede decirse que la mayoría de la nueva renta generada por las remesas tiene como destino el gasto corriente en alimentación, indumentaria y otros bienes básicos, siendo moderada la propensión al ahorro. Respecto al efecto compensatorio de las importaciones, a partir de un análisis simple de correlaciones se observa que este fenómeno habría tenido lugar, con diferente intensidad, en varios países de América Latina. En cualquier caso, existen otros factores que determinan la evolución del peso de las importaciones en una economía, como puede ser la firma de acuerdos comerciales, por lo que hay que tomar con prudencia la generalización de estos resultados y se requiere una depuración más pausada de los mismos.

Metodología: determinantes del tipo de cambio real

El objetivo es medir si los flujos de remesas causan la apreciación real del tipo de cambio, tomada como *proxy* de un deterioro en la competitividad del sector exportador de la economía. La atención en este apartado se centra en establecer los principales factores de incidencia sobre el TCR.

¹ En el artículo "The Dutch Disease" de la edición del 26 de noviembre de 1977 de la revista *The Economist*.

² Siempre referido a un tipo de cambio efectivo, es decir, construido a partir de los tipos de cambio bilaterales e índices de precios al consumo de los principales socios comerciales.

Esto permitirá controlar por el impacto de otras variables distintas a las divisas generadas por los envíos de emigrantes. Las aproximaciones han sido diversas en la literatura, pero a modo de compilación, pueden citarse, junto a la cadena inducida de efectos, los siguientes factores³:

- Productividad: Un mayor desarrollo tecnológico podría llevar a un aumento en el precio relativo de los servicios sobre los bienes de exportación (efecto Balassa-Samuelson).
- Términos de intercambio: El encarecimiento de los productos de exportación, en general materias primas cuyo precio es fijado en los mercados internacionales, mejora el saldo en la cuenta corriente y podría aumentar la liquidez doméstica.
- Política fiscal: Un aumento significativo del gasto público se traslada normalmente a un incremento en el nivel de inflación doméstica.
- Aversión al riesgo internacional: Un descenso en la prima de títulos de riesgo afecta positivamente al coste de financiación de las economías emergentes y a los flujos de capital.

Para realizar las estimaciones se han seleccionado variables que aproximen los elementos anteriores y cuyos datos estén disponibles en serie histórica para una muestra temporal (observaciones anuales) y geográfica (América Latina) representativa.

La variable explicativa queda definida por el índice de tipo de cambio efectivo real elaborado por el BBVA⁴. La entrada de remesas, obtenida del FMI, se recoge como porcentaje del PIB, relativizando así la magnitud de los flujos. Con relación a la productividad, se empleará el PIB per cápita corregido por paridad adquisitiva, dada, por un lado, la dificultad para encontrar cifras homogéneas de empleo, y, por otro, la necesidad de eliminar el efecto precio que arrastran las variables nominales. Se ha utilizado en términos relativos a sus socios comerciales para recoger el impacto de cambios en las condiciones de competitividad de estos países, y con un retardo para evitar problemas de endogeneidad. La variable fiscal es el consumo público sobre PIB de Contabilidad Nacional, ya que incorpora el elemento de gasto con mayor incidencia en la evolución de los precios domésticos. La fuente en los dos casos anteriores ha sido el FMI. El índice de términos de intercambio se corresponde con el BBVA-MAP⁵, mientras que la aversión al riesgo internacional es la prima de los bonos *high-yield* corporativos y el bono a 10 años en Estados Unidos, datos disponibles en Datastream.

Resultados: valoración de enfermedad holandesa

Las estimaciones han sido realizadas sobre un panel de datos que abarca el período 1990-2005 y que incluye 15 países: Argentina, Bolivia, Brasil, Colombia, Costa Rica, República Dominicana, Ecuador, El Salvador, Guatemala, Honduras, México, Nicaragua, Panamá, Paraguay y Perú.

Los resultados de la estimación⁶ resultan acordes con el signo esperado para cada una de las variables incorporadas junto a las remesas:

- Un incremento de 1 punto en el consumo público sobre PIB genera la apreciación del TCR entre un 2,5% y un 4,0%.
- Un aumento relativo de la productividad de 1 punto porcentual provoca el año siguiente la apreciación del TCR entre un 0,1% y un 0,5%.
- Una mejora de los términos de intercambio del 10% genera la apreciación del TCR entre un 0,6% y un 2,2%⁷.
- Un descenso de 100 puntos básicos en la prima de riesgo de bonos *high-yield* corporativos de Estados Unidos provoca la apreciación del TCR entre un 0,2% y un 3,2%⁸.

Con relación a la variable de nuestro interés, las remesas, la estimación agregada no resulta significativa, por lo que distinguiremos diferentes grupos:

³ La descripción en todos los casos se corresponde con un impacto apreciator sobre el TCR.

⁴ Excepto los casos de Costa Rica (FMI), República Dominicana (FMI) y Panamá (IIF).

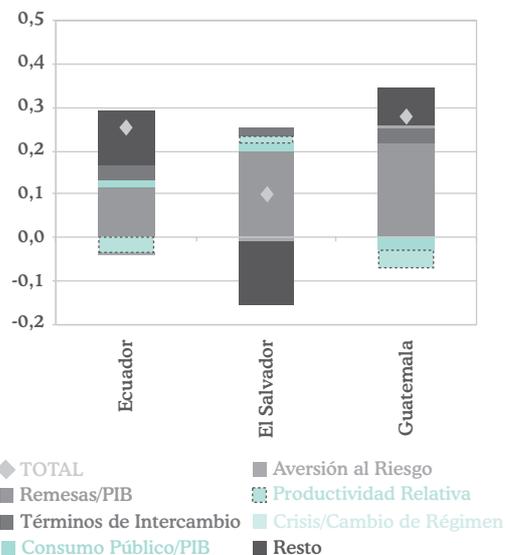
⁵ Excepto los casos de Bolivia, Costa Rica, República Dominicana, Ecuador y Panamá (IIF).

⁶ Por mínimos cuadrados con efectos fijos. Se han empleado variables *dummy* para corregir las principales crisis y modificaciones de régimen de tipos de cambio. Los resultados se ofrecen en intervalos que cubren el 95% de probabilidad (dos desviaciones típicas en torno al valor central).

⁷ Resultan significativos coeficientes mayores en los casos de Colombia y Ecuador y de signo contrario en el caso de Honduras.

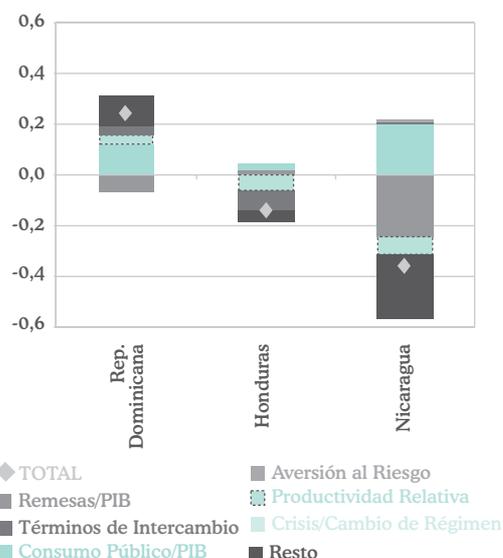
⁸ Al 80% de probabilidad. Las estimaciones para esta variable no son robustas a diferentes especificaciones, por lo que habría que tomar con cautela sus resultados.

Descomposición de la variación del tipo de cambio efectivo real 1990-2005 (en logaritmos): Grupo I



Fuente: BBVA

Descomposición de la variación del tipo de cambio efectivo real 1990-2005 (en logaritmos): Grupos II y III



Fuente: BBVA

- Países donde las remesas han alcanzado gran relevancia (más de un 3% del PIB de forma sostenida) y donde un incremento de estos flujos en 1 punto del PIB genera...
 - o ... la apreciación del TCR entre un 1,5% y un 3,1%: Ecuador, El Salvador y Guatemala (Grupo 1).
 - o ... la depreciación del TCR entre un 1,0% y un 3,2%: República Dominicana y Nicaragua (Grupo 2).
 - o ... un efecto prácticamente nulo en el TCR: Honduras (Grupo 3).
- Países donde las remesas no han alcanzado o no han mantenido durante un tiempo prolongado cifras superiores al 3% (Grupo 4): resto de países. Los resultados para este grupo muestran un efecto significativo marcadamente de depreciación, pero tanto los niveles como las variaciones anuales registradas en la *ratio* remesas sobre PIB son muy moderadas.

La interpretación sobre los resultados en el Grupo 1 nos remite a la hipótesis que queríamos contrastar en origen acerca de la existencia de *enfermedad holandesa* en las remesas. Para estos países constatamos que la llegada de divisas a través de estos flujos genera la apreciación del TCR, como *proxy* del deterioro competitivo del sector exportador. En los casos recogidos en el Grupo 2, el impacto de depreciación sobre el TCR podría responder a dos causas diferenciadas (o a la combinación de ambos elementos): el efecto positivo del incremento de la renta disponible sobre las importaciones y el efecto atracción de flujos con un TCR más depreciado (mayor valor en moneda local del país receptor). La primera ya se comentó al inicio con las salvedades correspondientes, mientras que el segundo es un factor que se ha citado como elemento estabilizador del ciclo. La afluencia de divisas por remesas cuando el TCR está depreciado contrarresta este fenómeno de empobrecimiento asociado a recesiones económicas. El caso de Honduras (Grupo 3) entraría dentro del anterior como un caso particular, donde los elementos anteriores compensan el efecto apreciador generado por la mayor demanda de moneda local y el incremento en la inflación doméstica ante un aumento de la renta disponible. Por último, en el Grupo 4 es complicado hablar de los resultados, por cuanto que la importancia de las remesas es menor, y sería conveniente aguardar a desarrollos en próximos años para ver si podemos incluir en los grupos anteriores alguno de estos países, especialmente Bolivia, Colombia y México, y, en menor medida, Costa Rica, Paraguay y Perú.

Conclusiones: áreas de interés

Del ejercicio empírico realizado surgen interesantes conclusiones y, lo que es más importante, nuevas líneas de investigación, que intentaremos ir cubriendo en los próximos números de esta publicación. Por un lado, consolidamos la visión de que las remesas podrían estar jugando un papel muy relevante en América Latina más allá de los efectos micro, impactando en variables macroeconómicas como la inflación, el crecimiento o el tipo de cambio real. Y por otro, constatamos que los efectos no son fácilmente identificables y que conviene entrar en la casuística propia de cada país o zona, dado que los resultados no son absolutos, condicionados a un fenómeno migratorio cuya importancia es muy variable entre las economías analizadas.

Entre los puntos que merecen una discusión más pausada están la naturaleza y la medición de los efectos de la *enfermedad holandesa* en los países que podrían estar "padeciéndola" a causa de la llegada de remesas. Resulta de gran interés la reacción de política monetaria ante los desarrollos inducidos por la entrada de elevados flujos de divisas por este concepto, o de una forma más simple, cuantificar el impacto en la inflación doméstica del aumento en la renta disponible generada por las mayores remesas.

Referencias

- AMUEDO-DORANTES, Catalina y POZO, Susan (2004). Workers' Remittances and the Real Exchange Rate: a Paradox of Gifts. *World Development*, vol. 32(8), pág. 1410-1417, agosto.
- BOURDET, Yves y FALCK, Hans (2006). Emigrants' Remittances and Dutch Disease in Cape Verde. *International Economic Journal*, vol. 20, núm. 3, pág. 267-284, septiembre. http://virtualcapeverde.net/news2/modules/Downloads/docs/emigration_dutch_disease.pdf
- LOSER, Claudio, LOCKWOOD, Caitlin, MINSON, Adam y BALCAZAR, Lucia. D. Inter-American Dialogue. <http://www.g24.org/lose0906.pdf>

Asia en crecimiento: China

Ya-Lan Liu
yalan@bbva.com.hk

Claves del crecimiento chino en 2007

El pasado año la economía china volvió a sorprender al alza las expectativas más optimistas, con un crecimiento del PIB real del 10,7%, el más alto de los últimos 11 años. El crecimiento estuvo impulsado por la inversión, cuya cuota estimada en PIB nominal alcanza casi el 50%, y el sector exterior, donde los flujos netos positivos se sitúan cerca del 10%. El objetivo del Gobierno es conseguir una desaceleración gradual a base de reducir la inversión y el superávit externo pero manteniendo tasas de crecimiento elevado, por encima del 8%, y apoyado en el consumo. La previsión de desaceleración suave es una constante entre el Gobierno y analistas internacionales desde 2004, pero podría estar más de cerca de cumplirse este año. No obstante, sería un bache transitorio más que un alto en el camino. En 2007 se espera una ligera desaceleración como resultado de medidas restrictivas sobre la inversión, una política monetaria menos acomodaticia y la menor contribución de las exportaciones netas. El crecimiento repuntaría en 2008 por el impacto positivo de los Juegos Olímpicos sobre el consumo privado, la mejora del entorno exterior y la reacceleración de la inversión, favorecida por el ciclo político.

Los riesgos principales en 2007 derivan de factores internos, relacionados con la política monetaria, la inflación, el tipo de cambio, el sistema financiero y el clima político, mientras que entre los riesgos externos el más severo sería una crisis provocada por la intensificación de la gripe aviaria, por delante de una desaceleración brusca en Estados Unidos (EE.UU.) o un repunte en el precio del petróleo.

Se analizan las perspectivas económicas para China en cuatro claves: actividad real, sector externo, política monetaria y riesgos sobre el crecimiento.

Actividad real

La inversión seguirá jugando un papel decisivo en crecimiento, mientras que el consumo irá ganando gradualmente mayor peso en el PIB, pero para que ambos lleguen a equipararse habrá que esperar hasta el final del actual plan quinquenal o a una nueva revisión estadística, como viene siendo frecuente.

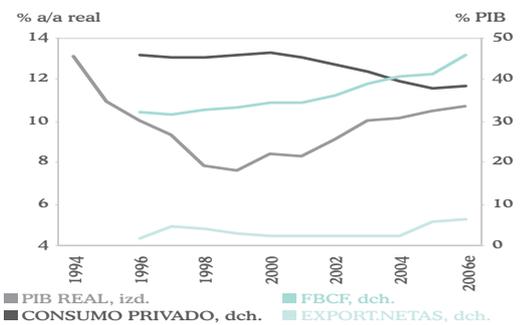
La principal preocupación no estriba en una desaceleración suave en el corto plazo, sino en la sostenibilidad del crecimiento a más largo plazo. En 2007 debiera continuar la desaceleración observada en los últimos meses sobre la base del mantenimiento de la política restrictiva del Gobierno central, las reformas sobre reparto de dividendos por las empresas estatales, que reducirá sus recursos disponibles para invertir, y la evaluación de la actuación de los Gobiernos locales en base a criterios de desarrollo cualitativo sobre el crecimiento meramente cuantitativo. Sin embargo, la apuesta a medio plazo será la aceleración de la inversión en infraestructuras, estancado desde 2003, pero que el próximo año irá acompañado de un impulso adicional por el estreno de nuevos equipos de Gobierno en todos los niveles de la administración. En el plan quinquenal 2006-2010 se recogen inversiones por valor de 3,8 billones de *renminbis* (380 mil millones de euros aproximadamente) en carreteras, puertos y ferrocarril y de 140 mil millones de *renminbis* (en torno a 14 mil millones de euros) en aeropuertos. En total estimamos que se invertirá al menos un 50% más del realizado en los cinco años anteriores.

Sector exterior

Persistirá el elevado superávit comercial y, en consecuencia, la acumulación de reservas de divisas. La contracción de la demanda interna, sobre todo, de inversión, intensifica la dependencia del crecimiento en el exterior. Sin embargo, la apreciación del tipo de cambio, la relajación de ciertos controles a las salidas de capital y el aumento de las inversiones directas en el exterior, así como el incremento de los

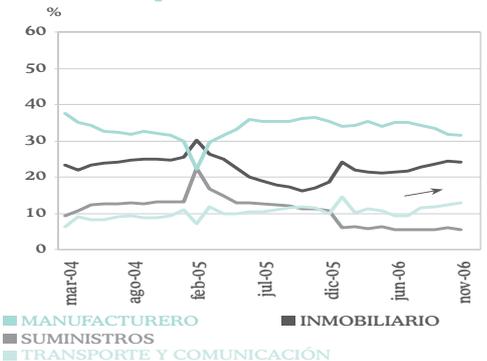
PIB - componentes principales

(cuota en % nominal, 2006 estimado)



Fuente: BBVA Datastream

Inversión fija urbana: contribución en crecimiento por sectores



Fuente: BBVA

Proyectos de inversión nuevos

(en número proyectos, iniciados en el periodo)



Fuente: BBVA, Datastream

Evolución beneficios empresariales*

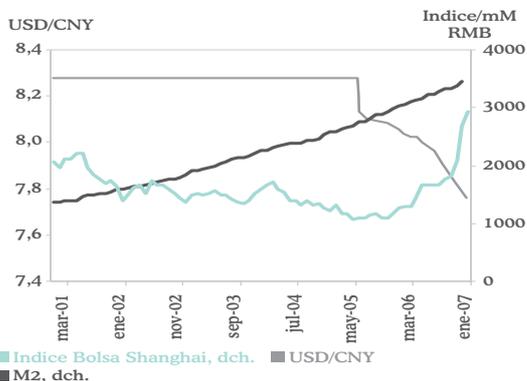
(fin de período, a precios constantes 2000)



* Empresas industriales con ventas anuales > RMB 5MM

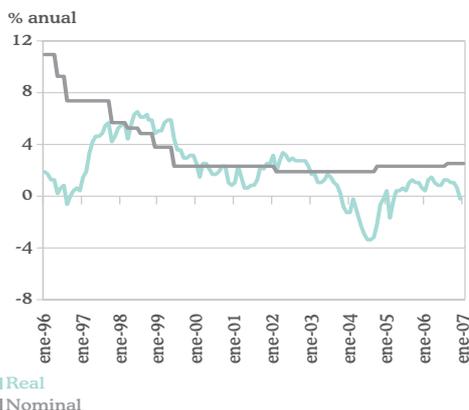
Fuente: BBVA, Datastream

Condiciones de liquidez monetaria y apreciación del tipo de cambio



Fuente: BBVA, Datastream

Tipo oficial de depósito a 12 meses



Fuente: BBVA, Datastream

Consenso de previsiones chinas para USD/CNY

Organismo	USD/CNY	Apreciación anual	Afiliación
Ministerio de Comercio	n.a.	3%	Gabinete
NDRC	n.a.	2-3%	Gabinete
Prof.Fan Gang	n.a.	5%	Banco Central
CAITEC	7.10-7.50	3.10%-4.10%	Ministerio de Comercio
CICC	7.44	5%	Central Huijin Investment
China Jianyin Investment Securities	7.5	4.10%	Privada
China Galaxy Securities	7.46	4.70%	Privada

Fuente: BBVA, prensa china

Calendario político en Asia para 2007

Fecha	País	Líder	Acontecimiento
may-07	Filipinas	Gloria M. Arroyo	Elecciones legislativas; en 2010, a Presidencia
jul-07	Hong Kong	Donald Tsang	Elecciones a Gobernador
jul-07	India	Manmohan Singh	Elecciones a Presidencia
jul-07	Corea del Sur	Roh Moo-Hyun	Elecciones a Presidencia; en 2008, al Parlamento
oct-07	China	Hu Jintao	17 Congreso del Partido Comunista Chino
oct-07	Tailandia	Surayud Chulanot	Elecciones a Presidencia
dic-07	Taiwan	Chen Shui-bian	Elecciones Legislativas; en 2008, a Presidencia

Fuente: BBVA, Merrill Lynch, prensa

costes de producción, ralentizarán el aumento del superávit. Las principales claves para 2007 serán:

1. El creciente sentimiento proteccionista entre la clase empresarial china, más evidente a raíz de la participación extranjera en bancos chinos, y que presiona a Beijing hacia políticas proteccionistas. El consenso nacional es que China no necesita seguir atrayendo inversión extranjera con esquemas preferenciales y, por tanto, deben competir en igualdad de condiciones que las empresas nacionales. Por un lado, las empresas de inversión extranjera que utilizan a China como plataforma exportadora contribuyen en más del 50% del desequilibrio externo y, estimaciones propias, señalan que las exportaciones chinas tienen en agregado hasta más de dos tercios de componente de importaciones. Por otro lado, sus beneficios crecieron en 2006 por encima de las empresas de capital estatal, tras su desaceleración en los dos años anteriores. En marzo se espera la revisión de las concesiones fiscales a la exportación (devolución del IVA) en vigor desde 1996 y la homogeneización del tratamiento fiscal, lo que supondrá un incremento del tipo impositivo para empresas de inversión extranjera del 15% actual a más de 25% (estimación).

2. La intensificación de la competencia intrarregional por las exportaciones, sobre todo en caso de desaceleración de la demanda externa, que podría presionar hacia intervenciones de otros bancos centrales en la región para mantener la competitividad de su tipo de cambio.

3. La creación de una agencia especial para la inversión de una parte de las reservas con criterios de rentabilidad más agresivos que el Banco Central, el cual continuará en cualquier caso con la gestión del grueso de las mismas. Sin embargo, su creación acelerará el proceso de diversificación y contribuirá eventualmente a reducir las presiones de apreciación sobre el *renminbi*.

Política monetaria

La política monetaria será más restrictiva en 2007, continuando la tendencia del pasado año. El Banco Central se muestra preocupado por el rápido aumento de la liquidez en el sistema y, como resultado, la inflación de activos en general y la formación de una burbuja especulativa en los mercados de valores e inmobiliario en particular.

Las opciones del Banco Central para retirar liquidez podrían ser, entre otras: a) incrementar la remuneración de los depósitos de las entidades financieras con el Banco Central y nuevas subidas del coeficiente de caja; b) eliminar la actual imposición fiscal de 20% sobre la remuneración de depósitos bancarios y nuevas subidas de los tipos de interés oficiales; c) establecer un impuesto sobre las ganancias de capital en bolsa, de forma análoga al impuesto sobre beneficios de promotores inmobiliarios¹; d) apreciación más agresiva del tipo de cambio respecto al dólar de EE.UU.

En 2007 se presentan las condiciones para nuevas subidas de tipos de interés: a) respaldo de Beijing sobre el objetivo de reducir la liquidez; b) más inflación sobre la base del continuo aumento de la renta disponible y subidas en los costes de producción; d) tasas de interés real en mínimos históricos; y e) menor probabilidad de bajadas de tipos en EE.UU.

Riesgos

Factores Internos

1. Política monetaria más restrictiva de lo esperado: una reacceleración de la inversión podría provocar mayores subidas de tipos, aunque sujeto a la política sobre el tipo de cambio. Tipos excesivamente altos podrían provocar una caída brusca de la inversión y la entrada masiva de flujos de capital de carácter especulativo, atraídos por la reducción de diferenciales y expectativas de apreciación del *renminbi*.

¹ Con efecto a partir 1 febrero de 2007. Ver comunicado original en: <http://www.chinatax.gov.cn/n480462/n480498/n575817/4933245.html>

2. Sorpresas en inflación: a) si el Gobierno permite subidas significativas en precios agrícolas y, al igual que en ocasiones anteriores, la mejora de rentas rurales reduce la migración y la oferta de mano de obra en las ciudades; b) si se aprueba el impuesto sobre combustibles y la reforma de sus precios en línea con la fluctuación en los mercados internacionales², así como la revisión al alza de otros precios administrados, principalmente, en suministros energéticos y recursos naturales.

3. Apreciación del tipo de cambio más agresiva del esperado: el ritmo de apreciación del *renminbi* puede acelerarse antes de la segunda cumbre bilateral EE.UU.-China en mayo. Sin embargo, el consenso en China se mantiene en torno al 5% anual, y una sorpresa al alza podría provocar graves pérdidas a las empresas en su posición externa no cubierta.

4. Crisis financiera: queda por probarse la solidez del sector bancario ante una desaceleración brusca de la actividad y un rápido aumento de créditos impagados. En el mercado de capitales, las expectativas sobre la apreciación gradual del *renminbi* y el previsto incremento de inversión en renta variable por empresas aseguradoras, entre otros inversores institucionales, explican el optimismo en las valoraciones, pero también el riesgo de una política monetaria más restrictiva y la formación de una burbuja similar a la de Japón en los años ochenta.

5. Entorno político: el Gobierno ha iniciado en 2006 una campaña pública anticorrupción³ que puede seguir posponiendo el inicio de grandes proyectos e inversiones por temor a verse involucrados en una investigación. La incertidumbre en torno a la renovación de mandos del Partido Comunista Chino (PCC) en octubre y la formación de un equipo de Gobierno comprometido con el proceso de reformas económicas será clave para el próximo quinquenio. En torno a dos tercios de altos oficiales fieles al binomio Hu-Wen habrían renovado sus cargos hasta el momento, reforzando su posición frente al ala más conservador del PCC. Por otro lado, la región vive un año de elecciones controvertidas (Tailandia, Taiwán), que podrían ser causa de mayor volatilidad e inestabilidad en los mercados.

Factores externos

1.- Evolución de la gripe aviar: la evolución inesperada de la gripe aviar es el mayor riesgo en estos momentos. La epidemia en aves está fuera de control en Indonesia, Vietnam y Tailandia, y recientemente ha levantado la alarma en Japón. Aunque las autoridades reaccionaran de inmediato, el riesgo reside en una posible mutación del virus que hiciera posible su transmisión entre personas, causando una epidemia humana. En el peor escenario, la pérdida económica se estima en torno al 2% del PIB de la región, esto es, más de 90 mil millones de dólares y un número impredecible de pérdidas humanas⁴.

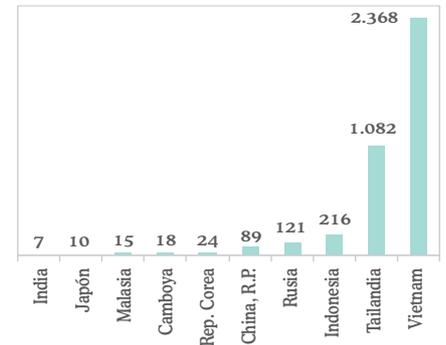
2.- Desaceleración brusca en EE.UU. o subida de precios del petróleo: en ambos escenarios la economía china se encuentra en mejor situación que en el pasado para contrarrestar su potencial impacto negativo. Una política fiscal conservadora le ha colocado en sólida posición para implantar políticas más expansivas en caso necesario. Por otro lado, su sector exterior está cada vez más interrelacionado con otras áreas geográficas, principalmente, Europa y otros emergentes en Asia y América Latina, mitigando su dependencia de EE.UU.

3.- Proteccionismo comercial: si China no aprecia significativamente su tipo de cambio frente al dólar, las amenazas proteccionistas de EE.UU. podrían finalmente ver luz verde, dañando gravemente las relaciones bilaterales. Sin embargo, el foco de atención podría girar, en su lugar, hacia Japón y la debilidad del yen.

En suma, los riesgos se mantendrán moderados y el crecimiento sólido en 2007, prolongando la etapa más larga de crecimiento estable en China.

² http://english.gov.cn/2007-01/30/content_512996.htm
³ En Shanghai, 11 altos cargos oficiales y otras 9 personas inculpadas por delitos por valor de 475 millones de dólares, y en el sector bancario, 164 empleados por 3,3 millones de dólares.
⁴ Milan Brahmhatt del Banco Mundial (noviembre de 2005).

Gripe aviar: número de casos en aves reportados en Asia (datos a 31 enero 2007)



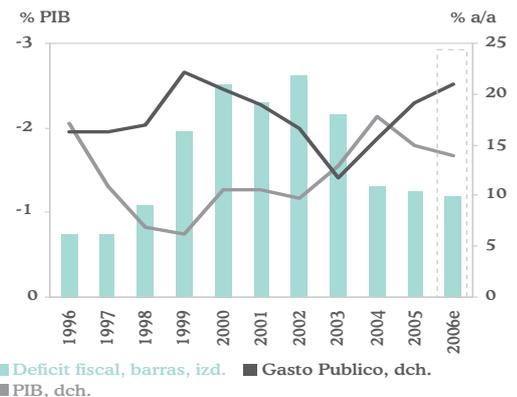
Fuente: BBVA, OIE

Número acumulado de casos en personas afectadas por gripe aviaria informados a la OMS (29-enero-2007)

País	2003	2004	2005	2006	2007	Total
	casos fall.					
Azerbaijan	0	0	0	8	5	8
Cambodia	0	0	4	2	0	6
China	1	1	8	5	0	22
Egypt	0	0	0	0	18	1
Indonesia	0	0	19	12	56	81
Iraq	0	0	0	3	2	3
Tailandia	0	17	12	5	2	25
Turquia	0	0	0	12	4	12
Vietnam	3	3	29	20	61	93
Total	4	4	46	32	97	270

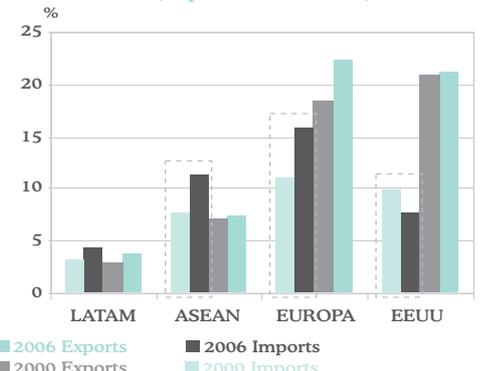
*El número de casos incluye los fallecimientos. La OMS sólo reporta casos confirmados en laboratorio.
 Fuente: Organización Mundial de la Salud

Gasto público y déficit fiscal/PIB (a precios corrientes, 2006 estimado)



Fuente: BBVA, Datastream

Comercio exterior por región (en cuota del total, a precios corrientes)



Fuente: BBVA, Ministerio de Comercio Chino

Contexto Internacional

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

	Tasa oficial (% , fin de período)				Tipo de cambio (frente \$, fin de período)			
	31/12/06	jun-07	dic-07	dic-08	31/12/06	jun-07	dic-07	dic-08
EE.UU.	5,25	5,25	5,25	4,50				
UEM (\$/€)	3,50	4,00	4,25	4,25	1,32	1,31	1,30	1,30
Japón (yenes/\$)	0,25	0,50	1,00	2,25	117	117	112	109
China (cny/\$)	6,12	6,39	6,66	6,93	7,81	7,55	7,30	6,80

América Latina

	PIB Real (%)				Inflación (% , fin de año)			
	2005	2006	2007	2008	2005	2006	2007	2008
Argentina	9,2	8,5	7,9	6,3	12,3	9,8	10,0	10,0
Brasil	2,3	2,9	3,3	3,2	5,7	3,1	4,0	3,8
Chile	6,3	4,1	5,2	5,3	3,7	2,6	3,3	2,8
Colombia	5,2	7,1	6,2	5,0	4,9	4,5	4,2	3,7
México	3,0	4,7	3,6	3,8	3,3	4,1	3,5	3,5
Perú	6,4	8,0	6,3	6,0	1,5	1,1	1,9	2,5
Venezuela	10,3	10,3	4,3	2,8	14,4	17,0	17,3	18,2
LATAM ¹	4,4	5,2	4,5	4,2	6,0	5,1	5,4	5,2
LATAM Ex-México	5,0	5,3	4,8	4,3	6,9	5,5	6,0	5,8

	Saldo sector público (% PIB)				Saldo cuenta corriente (% PIB)			
	2005	2006	2007	2008	2005	2006	2007	2008
Argentina ²	1,8	2,1	1,7	2,1	3,2	3,6	2,5	1,9
Brasil	-3,1	-3,0	-3,0	-3,0	1,8	1,6	1,4	0,9
Chile ²	4,8	7,6	5,0	3,8	0,6	4,8	2,4	2,7
Colombia	0,0	-0,4	-1,3	-1,2	-1,6	-1,8	-1,9	-2,4
México	-0,1	0,2	0,0	0,0	-0,6	-0,3	-1,7	-2,2
Perú	-3,0	1,0	-0,5	-0,8	1,4	1,9	0,7	-0,7
Venezuela ²	1,7	1,1	-1,8	-3,0	17,7	16,3	11,8	11,2
LATAM ¹	-0,8	-0,5	-1,0	-1,0	2,0	2,3	1,0	0,4
LATAM Ex-México	-1,2	-0,8	-1,4	-1,5	3,3	3,5	2,4	1,8

¹ Media de los países mencionados ² Gobierno Central

	Tipo de cambio (frente \$, fin de año)				Tasas de Interés (% , fin de año) ³			
	2005	2006	2007	2008	2005	2006	2007	2008
Argentina	3,05	3,06	3,20	3,40	6,4	8,9	12,6	12,6
Brasil	2,28	2,15	2,30	2,45	18,00	13,25	12,50	12,00
Chile	514	533	550	550	4,50	5,25	5,00	5,00
Colombia	2279	2240	2328	2361	6,3	6,8	8,0	7,5
México	10,63	10,81	10,80	11,30	8,0	7,0	6,5	5,8
Perú	3,42	3,20	3,22	3,30	3,25	5,00	5,00	5,00
Venezuela	2150	2147	2408	2800	10,9	10,5	10,4	10,0

³ Ver tasas de interés para cada país en la página siguiente

Argentina

	2005	2006e	2007p	2008p
PIB (%)	9,2	8,5	7,9	6,3
Inflación IPC (% , fin de año)	12,3	9,8	10,0	10,0
Balanza comercial (m.M. \$)	11,4	11,8	10,8	9,1
Cuenta corriente (% PIB)	3,2	3,6	2,5	1,9
Reservas (m.M. \$, fin de año)	28,1	31,5	43,1	56,0
Tipo de cambio (fin de año vs US\$)	3,05	3,06	3,20	3,40
Saldo sector público (% PIB) ¹	1,8	2,1	1,7	2,1
Tasa de interés (fin de año) ²	6,4	8,9	12,6	12,6
T. cambio efectivo real (fin de año, dic-97=100)	52	52	55	55
BBVA-MAP (fin de año, jun-95=100)	131	155	148	145

¹ Argentina: Gobierno Central y excluye ingresos por privatizaciones
² Argentina: Depósitos a 30 días en pesos; Brasil: SELIC

Brasil

	2005	2006e	2007p	2008p
PIB (%)	2,3	2,9	3,3	3,2
Inflación IPC (% , fin de año)	5,7	3,1	4,0	3,8
Balanza comercial (m.M. \$)	44,8	46,1	45,3	35,0
Cuenta corriente (% PIB)	1,8	1,6	1,4	0,9
Reservas (m.M. \$, fin de año)	53,8	85,8	90,0	93,0
Tipo de cambio (fin de año vs US\$)	2,28	2,15	2,30	2,45
Saldo sector público (% PIB)	-3,1	-3,0	-3,0	-3,0
Tasa de interés (fin de año)	18,00	13,25	12,50	12,00
T. cambio efectivo real (fin de año, dic-97=100)	81	83	76	76
BBVA-MAP (fin de año, jun-95=100)	77	80	83	84

Chile

	2005	2006e	2007p	2008p
PIB (%)	6,3	4,1	5,2	5,3
Inflación IPC (% , fin de año)	3,7	2,6	3,3	2,8
Balanza comercial (m.M. \$)	10,2	24,8	15,8	9,8
Cuenta corriente (% PIB)	0,6	4,8	2,4	2,7
Reservas (m.M. \$, fin de año)	17,0	16,8	16,8	16,8
Tipo de cambio (fin de año vs US\$)	514	533	550	550
Saldo sector público (% PIB) ¹	4,8	7,6	5,0	3,8
Tasa de interés (fin de año) ²	4,50	5,25	5,00	5,00
T. cambio efectivo real (fin de año, dic-97=100)	97	90	87	87
BBVA-MAP (fin de año, jun-95=100)	107	134	120	107

¹ Chile: Gobierno Central
² Chile: Tasa de Instancia Monetaria (nominal desde agosto de 2001); Colombia: DTF a 90 días

Colombia

	2005	2006e	2007p	2008p
PIB (%)	5,2	7,1	6,2	5,0
Inflación IPC (% , fin de año)	4,9	4,5	4,2	3,7
Balanza comercial (m.M. \$)	1,4	0,2	-0,4	-1,1
Cuenta corriente (% PIB)	-1,6	-1,8	-1,9	-2,4
Reservas (m.M. \$, fin de año)	15,0	15,5	16,2	17,0
Tipo de cambio (fin de año vs US\$)	2279	2240	2328	2361
Saldo sector público (% PIB)	0,0	-0,4	-1,3	-1,2
Tasa de interés (fin de año)	6,3	6,8	8,0	7,5
T. cambio efectivo real (fin de año, dic-97=100)	92	91	90	90
BBVA-MAP (fin de año, jun-95=100)	151	157	147	140

México

	2005	2006e	2007p	2008p
PIB (%)	3,0	4,7	3,6	3,8
Inflación IPC (% , fin de año)	3,3	4,1	3,5	3,5
Balanza comercial (m.M. \$)	-7,6	-6,5	-20,0	-26,0
Cuenta corriente (% PIB)	-0,6	-0,3	-1,7	-2,2
Reservas (m.M. \$, fin de año)	73,0	67,5	65,0	65,0
Tipo de cambio (fin de año vs US\$)	10,63	10,81	10,80	11,30
Saldo sector público (% PIB) ¹	-0,1	0,2	0,0	0,0
Tasa de interés (fin de año) ²	8,0	7,0	6,5	5,8
T. cambio efectivo real (fin de año, dic-97=100)	114	112	115	112
BBVA-MAP (fin de año, jun-95=100)	193	204	183	172

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

Perú

	2005	2006e	2007p	2008p
PIB (%)	6,4	8,0	6,3	6,0
Inflación IPC (% , fin de año)	1,5	1,1	1,9	2,5
Balanza comercial (m.M. \$)	5,3	8,5	7,0	6,0
Cuenta corriente (% PIB)	1,4	1,9	0,7	-0,7
Reservas (m.M. \$, fin de año)	14,1	17,3	18,0	18,5
Tipo de cambio (fin de año vs US\$)	3,42	3,20	3,22	3,30
Saldo sector público (% PIB)	-3,0	1,0	-0,5	-0,8
Tasa de interés (fin de año)	3,25	5,00	5,00	5,00
T. cambio efectivo real (fin de año, dic-97=100)	87	88	87	85
BBVA-MAP (fin de año, jun-95=100)	113	133	129	124

Uruguay

	2005	2006p	2007p	2008p
PIB (%)	-11,0	2,2	11,8	6,6
Inflación IPC (% , fin de año)	25,9	10,2	7,6	4,9
Balanza comercial (m.M. \$)	0,0	0,2	0,0	0,0
Cuenta corriente (% PIB)	3,1	-0,5	-0,8	0,6
Reservas (m.M. \$, fin de año) ¹	0,8	1,9	2,3	3,1
Tipo de cambio (fin de año vs US\$)	27,1	29,2	26,6	23,5
Saldo sector público (% PIB) ²	-4,1	-3,2	-1,8	-2,5
Tasa de interés (fin de año) ³	69,9	7,5	5,7	4,6
T. cambio efectivo real (fin de año, dic-97=100)	90	75	81	87
BBVA-MAP (fin de año, jun-95=100)	85	86	89	81

¹ Venezuela: incluye FIEM
² Venezuela: Gobierno Central
³ Uruguay: Letras del BCU a 30 días en pesos; Venezuela: Depósitos a 90 días

Venezuela

	2005	2006p	2007p	2008p
PIB (%)	10,3	10,3	4,3	2,8
Inflación IPC (% , fin de año)	14,4	17,0	17,3	18,2
Balanza comercial (m.M. \$)	30,4	33,2	25,1	15,9
Cuenta corriente (% PIB)	17,7	16,3	11,8	11,2
Reservas (m.M. \$, fin de año)	29,6	37,3	29,2	29,2
Tipo de cambio (fin de año vs US\$)	2150	2147	2408	2800
Saldo sector público (% PIB)	1,7	1,1	-1,8	-3,0
Tasa de interés (fin de año)	10,9	10,5	10,4	10,0
T. cambio efectivo real (fin de año, dic-97=100)	90	101	104	105
BBVA-MAP (fin de año, jun-95=100)	286	307	263	242

Presentaciones del Servicio de Estudios Económicos

Bogotá www.bbva.com.co

Título	Institución- Cliente	Lugar y fecha
Coyuntura Macroeconómica y Perspectivas	Cientes Banca Corporativa	Bogotá, Octubre 2006
Coyuntura Macroeconómica y Perspectivas	Cientes Tesorería	Bogotá, Noviembre 2006

Buenos Aires www.bancofrances.com.ar

Título	Institución- Cliente	Lugar y fecha
Panorama Macro Financiero de Argentina 2006/2007	Cientes Banca Corporativa	Buenos Aires, Octubre 2006
Perspectivas Económicas 2007 Enfocadas al Sector Turismo	Asociación de Hoteles de Turismo de la República Argentina	Buenos Aires, Diciembre 2006

Caracas www.provincial.com

Título	Institución- Cliente	Lugar y fecha
Perspectivas Económico-Financieras 2007	Dresdner Bank	Caracas, Octubre 2006
Riesgo País y Proyecciones 2007	Misión Embajada de Francia	Caracas, Diciembre 2006

Lima www.bbvabancocontinental.com

Título	Institución- Cliente	Lugar y fecha
Contexto Económico para la Toma de Decisiones	Asociación de Bancos del Perú	Lima, Setiembre 2006
Las Primeras Señales del Gobierno	American Chamber	Lima, Octubre 2006
Perspectivas del Lado Monetario Peruano	Universidad San Martín de Porres	Lima, Octubre 2006
Entorno de la Economía Peruana	Euromoney	Lima, Noviembre 2006
Expansión más Globalizada, Incertidumbres más Localizadas	Reunión Coyuntura - Clientes BBVA	Lima, Noviembre 2006
Comercio Exterior: Balance y Retos	Reunión Coyuntura - Clientes BBVA	Lima, Diciembre 2006

Madrid www.bbva.com

Título	Institución- Cliente	Lugar y fecha
Gestión del Riesgo en América Latina	8º Foro Latibex	Madrid, Noviembre 2006
Crecimiento Económico y Dependencia Energética	16ª Jornada Anual de Finanzas y Tesorería de Empresa	Barcelona, Noviembre 2006
The World Ahead: Challenges, Surprises and Unknowns	Ibero American Business Forum	Madrid, Noviembre 2006
Grupo de Analistas de Coyuntura Económica	AEB	Madrid, Octubre 2006

México www.bancomer.com

Título	Institución- Cliente	Lugar y fecha
México Empieza a Revertir la Competencia China en EUA	Desarrollo Iberoamericano	México D.F., Octubre 2006
Una Mirada a México en el 2007	Jornadas de Planeación BEHG	México D.F., Octubre 2006
Construyendo una Agenda Económica Mínima para los Próximos Seis Años	El Semanario	México D.F., Octubre 2006
Retirement Savings System (SAR) Reforms: 10 Years Later	LACEA	México D.F., Noviembre 2006
¿Cómo Va a Actuar Banxico ante el Repunte de la Inflación y la Desaceleración en EUA?	Consejo de Presidentes Regionales	México D.F., Noviembre 2006
¿Cómo se Construye un Modelo Macroeconómico de Pequeña Escala?	ITESM	México D.F., Noviembre 2006
Una Mirada al Sector Inmobiliario en el 2007	Hipotecario Nacional	México D.F., Noviembre 2006

BBVA USA www.lnb.com

Título	Institución- Cliente	Lugar y fecha
US Electoral System & 2006 Elections	BBVA USA Board of Directors	Houston, Noviembre 2006
U.S. Economic Perspectives 2006-2008	Economic Research Department	Houston, Noviembre 2006

Santiago de Chile www.bhif.cl

Título	Institución- Cliente	Lugar y fecha
La Inserción Internacional de Chile: ¿Qué nos falta para dar el salto?	Segundo Seminario Regional BBVA	Puerto Varas, Noviembre 2006
Presentación Situación Chile	Prensa	Santiago, Noviembre 2006

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

Dépósito Legal: M-31252-2000

Servicio de Estudios Económicos:

Director:

José Luis Escrivá

Economistas Jefes:

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

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

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

Tendencias Globales: Joaquín Vial

otras publicaciones



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

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

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