

# Latinwatch

Servicio de Estudios Económicos

Cuarto trimestre 2005



América Latina: mejoras estructurales ante el reto del crecimiento

India y Brasil: el elefante y el tucán

Mercados emergentes: ¿hacia el fin del "pecado original"?

Bajo la lupa: Flujos de capitales en América Latina



# Indice

Fecha de cierre: 5 de octubre de 2005

<b>Editorial</b>	2
<b>I. Entorno Internacional</b>	3
Perspectivas para la región	3
<b>II. Entorno Macroeconómico</b>	7
India y Brasil: el elefante y el tucán	7
Mercados emergentes: ¿hacia el fin del “pecado original”?	9
Eventos inesperados impulsan el precio del petróleo	11
Materias Primas	13
<b>III. Bajo la lupa: Flujos de capitales en América Latina</b>	14
– América Latina en el contexto de recuperación de los flujos internacionales de capital	14
– Flujos de cartera: menor volatilidad y mayor integración	17
– Análisis de la acumulación de reservas en las economías emergentes	20
<b>IV. Estadísticas y proyecciones</b>	23
<b>V. Índice de actividades</b>	

## Han elaborado esta publicación:

Javier Santiso	javier.santiso@grupobbva.com
Javier Amador	j.amador@bbva.bancomer.com
Carmen Broto	carmen.broto@grupobbva.com
Eva Calle	eva.calle@grupobbva.com
Miguel Cardoso	miguel.cardoso@grupobbva.com
Giovanni di Placido	giovanni_diplacido@provincial.com
Nathaniel Karp	n.karp@bbva.bancomer.com
Mayte Ledo	teresa.ledo@grupobbva.com
Ya Lan Liu	yalan@grupobbva.com
David Martínez	dmartinez@grupobbva.com
Alejandro Neut	alejandro.neut@grupobbva.com
Eduardo Pedreira	eduardo.pedreira@grupobbva.com
Juan A. Rodríguez	ja.rodriguez@grupobbva.com
Luciana Taft	lucia.taft@grupobbva.com
Nicolás Trillo	nicolas.trillo@grupobbva.com

## Editorial

Los flujos internacionales de capitales continúan teniendo un comportamiento dinámico. En particular, las economías emergentes, incluida América Latina, se están beneficiando de un entorno favorable, que combina una abundante liquidez, baja volatilidad y reducida aversión al riesgo. Este trimestre analizamos en tres artículos el comportamiento de estos flujos financieros. En el primero, se abordan las causas de la evolución durante los últimos años y las perspectivas generales, incidiendo en las diferencias fundamentales entre América Latina y Asia. El segundo profundiza en una de las modalidades de flujos de capital, los de cartera, tratando de dar respuesta a la naturaleza de los cambios recientes y valorando el impacto de los procesos de integración financiera. En el tercero, la atención se centra en los procesos de acumulación de reservas por partes de los bancos centrales de países emergentes, concluyendo con una evaluación de sus implicaciones sobre la gestión de la política monetaria. Del diagnóstico realizado puede extraerse un escenario favorable para 2006, con nuevos flujos de entrada y un grado de vulnerabilidad externa menor, aunque con una fuente interna de potencial inestabilidad derivada de los procesos electorales.

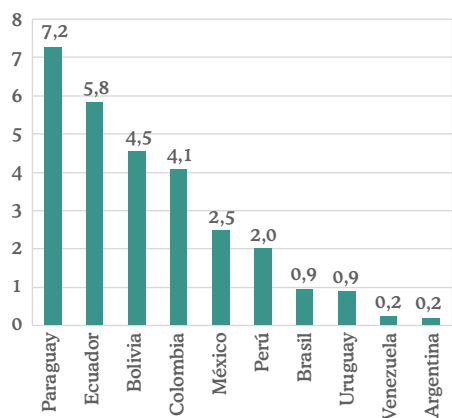
Al margen de los flujos de capital, así como de los de índole comercial, existen otras corrientes monetarias con un crecimiento y/o potencial de expansión no desdeñable para la región. La primera es la llegada de remesas, enviadas por los 25 millones de latinoamericanos desplazados de su país de origen en busca de una oportunidad laboral. Según el Banco Interamericano de Desarrollo (BID), América Latina recibió 45 mil millones de dólares en 2004 por este concepto (el doble que en 2001). Tres cuartas partes procedían de Estados Unidos y sólo México ingresó más de 16 mil millones de dólares. En términos relativos, destacan Centroamérica y Caribe, con porcentajes entre el 10% y el 20% del PIB, mientras que entre las principales economías sobresalen Colombia (4,1%), México (2,5%) y Perú (2,0%), países que registrarían desequilibrios externos de no existir dichos flujos. El abaratamiento de los costes de envío a la mitad ha permitido el fuerte incremento registrado en los últimos cinco años y una mayor regularidad de los flujos. Las particularidades de las remesas favorecen a su vez su caracterización como elemento de desarrollo, e incluso como instrumento anticíclico en algunos países.

Otra importante fuente de divisas para América Latina son los ingresos derivados del turismo. De acuerdo a la Organización Mundial de Turismo (OMT), la región recibió más de 60 millones de turistas en 2004, frente a los 37 millones en 1990. Los ingresos derivados ascendieron a más de 40 mil millones de dólares, más del doble que en 1990, determinando un gasto medio por turista de 730 dólares. A pesar de ello, sólo América Central y del Sur han ganado cuota en el turismo mundial durante los últimos años, mientras que el Caribe la mantuvo y México ha retrocedido. La región supone el 8% de los flujos totales de personas y el 7% en términos monetarios. Con relación al PIB, en las principales economías los ingresos por turismo se mueven entre el 0,5% de Brasil y el 1,5% en Argentina, México y Perú. Estas cifras no son despreciables, aunque el potencial de la región, dados sus innegables atractivos naturales y culturales, es todavía amplio.

En tercer y último lugar, resulta relevante hacer mención al desarrollo de los mercados locales de deuda, sobre los que hay un recuadro monográfico en este número. La vulnerabilidad que tradicionalmente ha introducido la asimetría del balance de los agentes económicos en América Latina, con un pasivo excesivamente dolarizado, podría reducirse si los instrumentos emitidos en moneda local tuvieran una aceptación creciente. Valga como referencia Brasil, que en septiembre colocó por primera vez en los mercados internacionales un bono en reales (a 10 años y por un importe de 1.500 millones de dólares). Por este camino podría impulsarse el crédito hipotecario, así como sentar las bases para una menor dependencia de los flujos de capital extranjero y de los cambios en las decisiones de cartera asociadas.

### Entrada de remesas en México y América del Sur

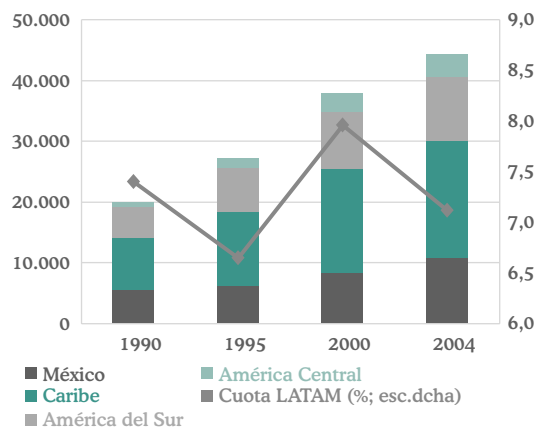
(% PIB; 2004)



Fuente: BBVA a partir de BID y FMI

### Ingresos por turismo

(millones de dólares)



Fuente: Organización Mundial del Turismo

## I. Entorno internacional

### El reto del crecimiento para América Latina

América Latina mostró durante décadas un decepcionante registro en materia de desarrollo. La posición relativa en términos de PIB por habitante ha sufrido un continuado deterioro desde los años 50, con la única excepción de Chile. Si bien se ha asistido a períodos de notable crecimiento, éstos siempre han encontrado su contrapunto en interrupciones abruptas o en regiones con un comportamiento más dinámico. En los últimos 20 años, el avance medio del PIB apenas supera el 2%, tasa encuadrada además en un fuerte volatilidad.

Los factores que han propiciado esta situación son diversos, extendiéndose desde desórdenes en la gestión macroeconómica, tanto fiscal como monetaria, hasta un cierto recelo a los mecanismos de mercado, pasando por una desestabilizadora debilidad institucional. Los progresos en los últimos años arrojan cierta luz, pero episodios anteriores aportan también una dosis de necesaria prudencia.

Más objetivo resulta el notable avance en términos de renta que están alcanzando otros países emergentes, que toman un protagonismo creciente. China ha recortado de forma espectacular su infradesarrollo con relación al mundo en los últimos 25 años, mientras que India y Turquía han registrado igualmente mejoras significativas. La competencia de estos pujantes países puede leerse de forma clara en las cifras de Inversión Extranjera Directa (IED), que muestran un desvío de flujos, al menos relativo, desde América Latina hacia Asia.

El reto del crecimiento necesita igualmente una pronta respuesta para consolidar la situación democrática actual en la región. Los fuertes niveles de desigualdad y pobreza fomentan la aparición de movimientos populistas. El riesgo crece especialmente en un período electoral tan intenso como el que se inicia en toda América Latina a finales de este año y se prolonga durante todo 2006.

En este análisis, con un sesgo no excesivamente alentador, es necesario, sin embargo, remarcar la excelente situación en la que nos encontramos actualmente. El crecimiento alcanzado en 2004 y 2005 resulta inusitado en las últimas décadas, favorecido por un contexto internacional propicio, pero también impulsado por avances estructurales importantes. El crecimiento económico mundial, especialmente de Estados Unidos y China, continúa siendo fuerte, las materias primas viven un período de exhuberancia y la liquidez en los mercados es abundante.

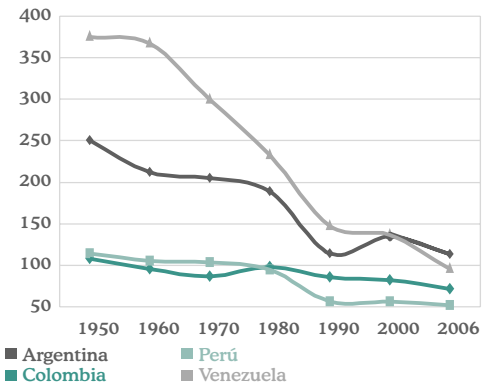
La cuestión es si esta situación tendrá un proceso de aterrizaje suave o existe un riesgo real de retomar episodios como los vividos en 1995 y 1998. De un contexto mundial con una ralentización ordenada depende en buena medida que los progresos en materia de inflación, déficit fiscal, apertura comercial y fortaleza del sistema bancario, no queden oscurecidos. Nuestro escenario central recoge condiciones propicias para que el efecto sobre América Latina sea asumible, precisamente porque vemos que estos avances van más allá de los condicionantes coyunturales.

### El crecimiento económico en Estados Unidos mantiene su fortaleza

A raíz del huracán Katrina se generó cierta incertidumbre sobre su efecto sobre el ritmo de expansión económica en EE.UU. Si bien éste tendrá efectos negativos sobre el crecimiento económico en 3T05, éstos serán compensados en 4T05 y 1T06 por los esfuerzos de reconstrucción en las zonas afectadas. El mayor riesgo no es su efecto transitorio sobre la actividad económica en el área afectada, sino el probable im-

### PIB per cápita

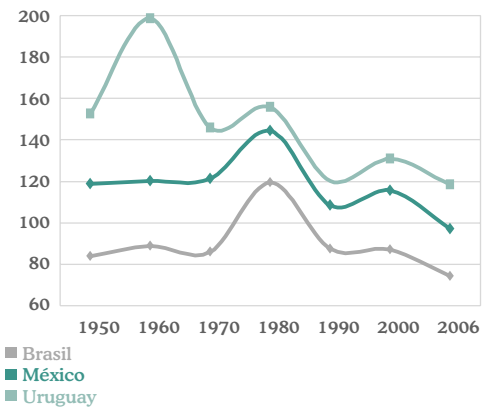
(proporción respecto a la media mundial)



Fuente: BBVA en base a Groningen Growth and Development Centre y The Conference Board, Total Economy Database, 2005

### PIB per cápita

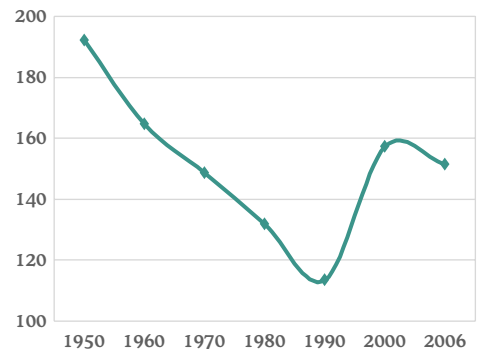
(proporción respecto a la media mundial)



Fuente: BBVA en base a Groningen Growth and Development Centre y The Conference Board, Total Economy Database, 2005

### Chile: PIB per cápita

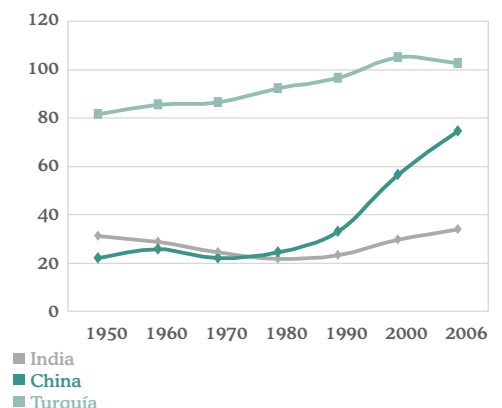
(proporción respecto a la media mundial)



Fuente: BBVA en base a Groningen Growth and Development Centre y The Conference Board, Total Economy Database, 2005

### PIB per cápita

(proporción respecto a la media mundial)



Fuente: BBVA en base a Groningen Growth and Development Centre y The Conference Board, Total Economy Database, 2005

pacto negativo sobre la confianza y el gasto de los consumidores que tendría la permanencia de los precios energéticos a niveles tan elevados. No obstante, los avances en la reconstrucción de la producción de petróleo y gas natural estarían produciéndose más rápido de lo estimado inicialmente.

Por tanto, mantenemos nuestras previsiones de crecimiento económico de EE.UU. en 3,6% para 2005 y 3,2% para 2006. El desempeño de la economía en 1S05 confirma nuestro escenario base de crecimiento económico convergiendo hacia su potencial, sustentado en sólidos fundamentos. El dinamismo del consumo privado y el fuerte impulso de la inversión continuarán siendo los principales soportes de la expansión estadounidense, que mantendrá, por tanto, su condición de estímulo para las economías latinoamericanas.

Los riesgos para la región se materializarían en un escenario alternativo en el que, bien los desequilibrios estadounidenses, bien un encarecimiento excesivo del petróleo, provocarían un choque abrupto a partir de 2006 en la economía de EE.UU. La desaceleración económica prevista en el escenario base sería más pronunciada y duradera, deteriorando las perspectivas anticipadas para América Latina.

### Contexto favorable para tipos bajos a largo plazo en los mercados internacionales

La evolución reciente de los mercados financieros mundiales ha estado dominada por dos factores que se interrelacionan. Por un lado, las dudas sobre el escenario macroeconómico, ligadas, como comentábamos antes, al mercado del petróleo. Por otro, el mantenimiento de elevados flujos de capital, en un contexto de ahorro mundial elevado (ver artículos para un análisis más profundo). Ambos elementos están dando lugar a un entorno de rentabilidades de largo plazo por debajo de lo que se había esperado, tanto en EE.UU. como en Europa, lo que está ejerciendo un efecto positivo sobre la financiación en América Latina.

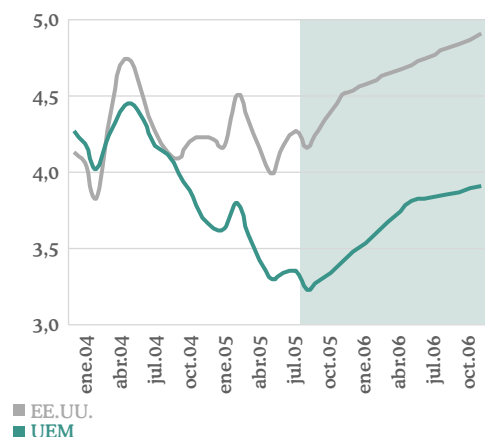
En EE.UU. es significativo que los tipos a 10 años se sitúen actualmente por debajo de los observados al inicio del ciclo alcista de tipos en junio de 2004, a pesar de que los tipos oficiales han aumentado del 1 al 3,75% en este período. Ahora bien, no es menos destacable el caso europeo, en el que los tipos de interés a 10 años se sitúan un punto porcentual por debajo del promedio observado el año anterior, alcanzando niveles que no se observaban en Alemania desde el siglo diecinueve, salvando evidentemente las distancias en la comparación histórica.

Aparecen así dos cuestiones claves para los próximos meses. La primera tiene que ver con el entorno económico global y la posibilidad de una recesión, en la que el petróleo podría actuar como desencadenante de una corrección de las expectativas, particularmente de la confianza de las familias, que han aumentado su endeudamiento en los últimos años. En este caso, los tipos de interés de largo plazo descontarían una recesión y su recorrido al alza sería limitado. La segunda es si, incluso en un entorno macroeconómico caracterizado por un notable vigor de la economía estadounidense, los tipos de interés de largo plazo van a seguir situados en niveles bajos, como consecuencia del comportamiento de los flujos de capital internacionales.

### Focos de incertidumbre

Todo apunta a que la probabilidad de un escenario de recesión ligada a la evolución de los precios del petróleo es limitada. Pero no todas las incertidumbres están despejadas (ver recuadro específico más adelante). En primer lugar, cabe esperar una moderación de estos precios hacia niveles más acordes con el equilibrio, que podría situar-

### Tipos a 10 años y previsiones



Fuente: BBVA

se entre 40 y 50 dólares. Niveles de precios como los actuales elevan la oferta de petróleo y reducen la demanda, haciendo además rentable la explotación de fuentes de energía alternativas. Ahora bien, dado que el mercado tiene un estrecho diferencial de oferta y demanda, se muestra vulnerable a cualquier choque, y, en un contexto de aumento del riesgo geopolítico, es posible un escenario de mayores precios del petróleo.

En segundo lugar, es importante la manera en que se gestione la política monetaria. En economías con un elevado grado de utilización de los recursos productivos como EE.UU., el sesgo al alza en la inflación que supone el aumento del precio del petróleo debería llevar a que continuara la senda de subidas de tipos oficiales, tratando de situarlos en niveles más próximos a tasas neutrales en los primeros meses de 2006. Cabe esperar que la Fed mantenga una pauta de subidas graduales hasta niveles de tipos del 4,75%.

En tercer lugar, debe vigilarse el canal de las expectativas. Aunque algunos canales de impacto del petróleo a la economía, como el salarial, podrían haberse debilitado, las expectativas se convierten en un elemento clave, sobre todo en economías en las que las familias están fuertemente endeudadas. Un descenso de la confianza podría provocar una reducción de la demanda de activos como la vivienda y con ello una reducción de la riqueza inmobiliaria y del consumo. En este caso, en EE.UU. los tipos de interés, que inicialmente habrían aumentado para frenar las expectativas de inflación, podrían empezar a bajar antes de que finalice 2006.

### La resistencia de los tipos largos a subir asienta los flujos de capital hacia países emergentes

En consecuencia, en el escenario base, las economías seguirán creciendo a ritmos notables, aunque menores que el año anterior, mientras la política monetaria se ajusta al alza, especialmente en EE.UU. y el dólar consolida niveles con el euro o se aprecia ligeramente. Sin embargo, incluso en este escenario, es posible que los tipos de interés de largo plazo no tengan un importante recorrido al alza.

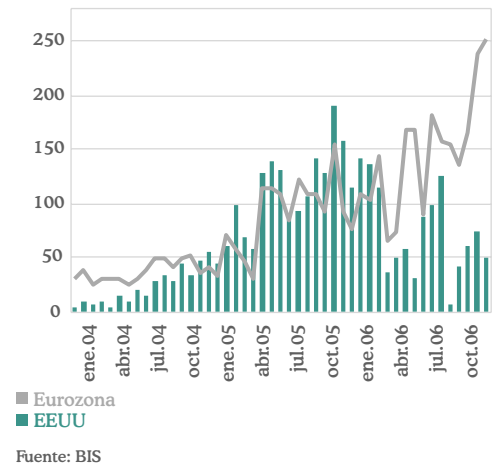
La razón para ello es que se observa una importante demanda de bonos, que está vinculada al proceso de globalización financiera. El tipo de interés real es el resultado de la interacción del ahorro y de la inversión mundiales, especialmente cuando el sesgo doméstico de los inversores se reduce.

Los países industrializados están reduciendo su ahorro. Sin embargo, el ahorro aumenta en Asia, dado el modelo de crecimiento, o en Oriente Medio, como consecuencia de los ingresos de los países exportadores de petróleo. Ello podría estar detrás de un descenso de los tipos de interés reales. Además, cuando se analizan los tipos de interés nominales de largo plazo, las expectativas de inflación mundial se encuentran en niveles bajos, en parte ancladas por la ganancia de credibilidad que han tenido los bancos centrales en los últimos años, lo que contribuye a reducir las rentabilidades. Por su parte, la reducida volatilidad de la inflación es un elemento que ha supuesto una reducción de las primas de riesgo por plazo en los tipos de interés de los bonos de mayor duración.

Bajos tipos de interés generan flujos de capital en busca de rentabilidad hacia países emergentes, como América Latina. Las divisas de estos países se aprecian. Para resistir esta apreciación, estos países intervienen en el mercado de divisas. La acumulación de reservas sigue siendo importante, aunque se ha ralentizado respecto al año anterior. Con ello, por un lado, aumentan su liquidez doméstica; por otro, instrumentan estas intervenciones comprando bonos y contribuyendo a mantener bajos los tipos de interés, cerrando así un círculo que constituye un acelerador de la liquidez mundial.

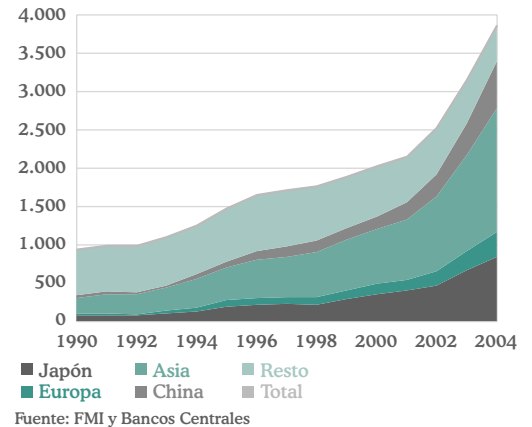
### Emisión neta de deuda

En miles de millones de dólares



### Liquidez internacional: Acumulación de reservas internacionales mundiales

(en miles de millones de \$)



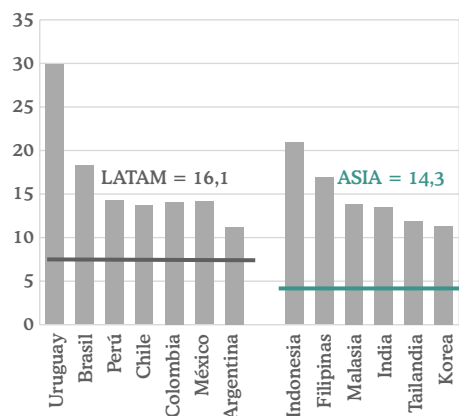
## Cuadro resumen de previsiones

(promedios)

Escenario base			
Tipos oficiales	Actual	2005	2006
EE.UU.	3,50	3,20	4,70
UEM	2,00	2,00	2,15
Tipos 10 años	Actual	2005	2006
EE.UU.	4,17	4,30	4,85
UEM	3,12	3,40	3,65
Tipo de cambio	Actual	2005	2006
Dólar-euro	1,23	1,20-1,25	1,17-1,25

Fuente: BBVA

## Ratio BIS 2004



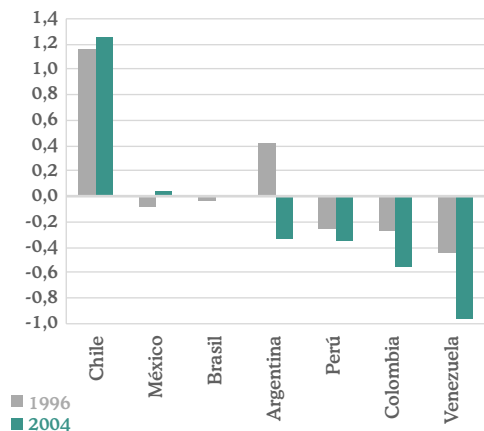
Fuente: BIS

## América Latina: principales elecciones 2005-2006

País	Presidencial	Legislativa
Chile	Dic. 2005	Dic. 2005
Perú	Abr. 2006	Abr. 2006
Colombia	May. 2006	Mar. 2006
México	Jul. 2006	Jul. 2006
Ecuador	Oct. 2006	Oct. 2006
Brasil	Oct. 2006	Oct. 2006
Venezuela	Dic. 2006	Dic. 2005
Argentina	2007	Oct. 2005

Fuente: BBVA

## Índice sintético de calidad institucional



Fuente: BBVA en base a Banco Mundial. El índice se elabora a partir de los seis indicadores del Banco Mundial: Voz y rendición de cuentas, Estabilidad política, Efectividad del Gobierno, Calidad regulatoria, Imperio de la ley, Control de la corrupción.

Con todo ello, los aumentos esperados para los tipos de interés de largo plazo serán limitados. En EE.UU., las rentabilidades a 10 años podrían terminar el año 2006 con tipos del 4,9%. En Europa en el 3,8%. El sesgo en las previsiones es además a la baja si se intensifican estos flujos de capital.

## Mejoras estructurales y fortalezas: la necesidad de ser perseverante

La esperada ralentización en el crecimiento mundial, la relajación de las tensiones en los mercados de materias primas y el endurecimiento de las condiciones financieras internacionales, no tendrá, según el escenario central, una intensidad suficiente para generar distorsiones en la senda de crecimiento de América Latina. Sin embargo, los riesgos no están exentos de cierta probabilidad de ocurrencia, por lo que conviene revisar las resistencias ante acontecimientos adversos.

Mencionábamos al inicio los avances estructurales que se han producido en las economías latinoamericanas. Lejos parecen los períodos de hiperinflación vividos hasta mediados de los noventa, gracias a una política monetaria más ortodoxa. Similar senda ha seguido la política fiscal, en la que se ha observado un significativo retroceso en las cifras de déficit público, no sólo por la bonanza cíclica en los últimos años. Los países muestran a su vez una mayor apertura comercial, lo que ha reducido su vulnerabilidad externa, convergiendo a los niveles mundiales. Por último, pero no menos importante, sin duda, el sistema bancario ha mejorado sus niveles de solvencia, eficiencia y rentabilidad, superando los registros de otras regiones emergentes como Asia.

Este cuadro dibuja una situación de menor vulnerabilidad para América Latina que la teníamos en 1994 y 1997, años previos a crisis clave durante la década pasada. Sin embargo, si bien sería un error caer en el pesimismo, también lo sería caer en la complacencia. La consolidación de lo alcanzado hasta el momento es imprescindible, y dentro de ello, no mencionado antes entre los logros, está en primera línea los procesos democráticos. Las elecciones presidenciales y legislativas en todos los países el próximo año y medio serán una ocasión idónea para tomar el pulso al clima político en la región.

La puesta en marcha de nuevas reformas, las de segunda generación, debe formar parte crucial de esta agenda. En primer lugar, la independencia de los bancos centrales otorga credibilidad a la política monetaria y asienta expectativas entre los agentes, aspectos que en algunos países no pueden darse por supuestos. En segundo lugar, los niveles de recaudación tributaria del sector público son ínfimos en comparación con países desarrollados, lo que resulta de un proceso notable de evasión y de ineficiencia de los sistemas impositivos, y que revierte en una capacidad limitada de estabilización en las economías. En tercer lugar, la calidad institucional, al margen de la capacidad de libre voto de los ciudadanos, es imprescindible para lograr unos mecanismos eficaces de gestión y desarrollo económico.

En definitiva, el reto del crecimiento se encuentra en un escenario coyuntural propicio. En el futuro todo dependerá de la capacidad de mantener los logros estructurales alcanzados y profundizar en otros nuevos.



## II. Entorno macroeconómico

### India y Brasil: el elefante y el tucán

#### Dos potencias emergentes

América Latina no ha escapado al encanto que hoy ejerce el continente asiático. Por primera vez en su historia, América Latina construye sólidas relaciones económicas no con uno, ni dos, sino con tres grandes centros de crecimiento: Estados Unidos, Europa y ahora Asia. Hasta los ochenta el principal soporte había sido Estados-Unidos. En los noventa, surgió un segundo, con el diluvio de las inversiones europeas. Y en esta década, en la que Asia extiende la mano al mundo, Latinoamérica se vale de un tercer punto de apoyo para su desarrollo económico.

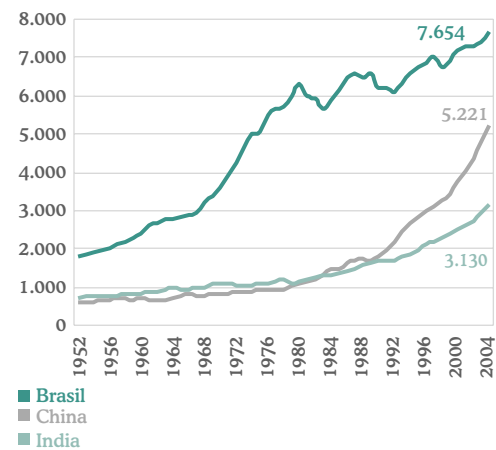
No se trata sólo de China. El dragón asiático no es el primero en relacionarse con sus pares latinoamericanos. Muchos otros países, desde Japón a Corea, han alegrado las relaciones entre Asia y América Latina ya varias décadas. Tampoco es el último, pues ahora se asoma el elefante indio. Su paso es más lento que el vuelo del dragón chino- aunque con un crecimiento probable del 7% del PIB en 2005 esta "lentitud" es relativa. Pero su huella puede ser mucho más firme y duradera: mientras China verá a su población envejecer en las próximas décadas, la edad de oro demográfica para India está por llegar. En 2050 no sólo será el país más poblado del planeta, superando a China, sino que su población habrá recién alcanzado la "mayoría de edad", época en la cual la población en edad de trabajar alcanza el máximo valor relativo a la población total. Es más, en los próximos 50 años India será el único país de los grandes emergentes en que su población en edad de trabajar crecerá a un ritmo mayor que su población total.

Además de un futuro prometedor, el elefante indio presenta muchas similitudes con los emergentes de América Latina, y en particular con el tucán brasileño. Lo que este tucán no tiene en población (equivalente al 16% de la india) lo tiene en superficie (2,5 veces más grande). Por ello, ambos pueden presumir de estar entre las mayores democracias del mundo. En India, el orgullo democrático es patente en todas las conversaciones políticas. Con razón: desde su independencia en 1947 su sistema parlamentario, altamente deliberativo, consiguió mantener el equilibrio de un mosaico de países, etnias, idiomas y religiones sin igual en el mundo (18 idiomas oficiales y 7 grupos religiosos). En cuanto a Brasil, la vitalidad de su democracia es también innegable. El actual ruido político, si algo positivo muestra, es la libertad mediática y civil que prevalece hoy en el país. Por otra parte, casi ninguna democracia en el mundo puede ostentar haber elegido como presidente a un obrero y sindicalista.

El elefante indio y el tucán brasileño también comparten un mismo sueño: convertirse ambos en activos protagonistas mundiales. India y Brasil son los dos únicos países del G5 que aspiran a un sillón permanente en un Consejo de Seguridad reformado. Para ello, suman a sus grandes dimensiones un renovado empuje económico. India aceleró recientemente el paso, iniciando en 1991 un proceso de reformas que derivaron en un significativo aumento de la tasa de crecimiento anual, la que promedia 6% desde entonces. Con una inflación bajo control (3% en promedio en la última década), unas reservas récord (130 mil millones de dólares a

mediados del 2005, el doble de Brasil), el despegue indio es el otro gran milagro asiático de este siglo. En cuanto al tucán, a pesar de que aún no disfruta un vuelo prolongado, sus colores no desmerecen: en 2004 el crecimiento rozó el 5%, la inflación siguió convergiendo hacia metas oficiales (5,2%) y se mantuvo bajo control el déficit fiscal, consiguiendo incluso lucir un superávit primario superior al inicialmente acordado. Sobre todo, y al igual que su lejano vecino asiático, Brasil también adoptó un pragmatismo gradualista en política económica, combinando ortodoxia fiscal y monetaria con programas sociales de lucha contra la extrema pobreza.

#### Evolución del PIB per cápita en dólares (PPP's reales)



Fuente: Penn World Table, WEO 2005

Sin embargo, lo que más llama la atención en estos dos gigantes es su nueva sensibilidad hacia el exterior. Ambos cuentan con una larga historia de autarquía económica, pero en los últimos años apostaron por integrarse de manera más firme en los flujos comerciales globales. Esta apuesta, al igual que todas las demás, también es gradual y pragmática. En 1994 las exportaciones de ambos países apenas superaban el 8% del PIB, convirtiéndolos en las más cerradas de las grandes economías emergentes (en China ya rozaban el 22% del PIB y en México el 15% del PIB). Diez años después, las exportaciones de las dos potencias superan el 11% del PIB. Si bien el dragón chino queda todavía fuera de alcance (35% del PIB), México comienza a estar en el punto de mira (28%). En 2005 las exportaciones brasileñas superarán los 100 mil millones de dólares y el superávit comercial rozará los 40 mil millones de dólares. En quince años este país consiguió aumentar su ratio de apertura comercial del 10% al 20% del PIB. Si bien sigue rezagado, cuando se compara con China (52% del PIB en 2004), México (80%) o India (30%), el despertar de Brasil como potencia exportadora no deja de llamar la atención como una de las grandes herencias de Lula y su ministro Furlan.

#### Una vitalidad empresarial creciente

A esta apertura comercial responden no sólo las inversiones extranjeras hacia ambos países (modestas todavía en India, apenas 0,5% del PIB; pero significativas en Brasil,

3% del PIB), sino también el creciente apetito de las empresas brasileñas e indias por invertir fuera de sus fronteras. En 2004 las inversiones de las empresas brasileñas alcanzaron 9,5 mil millones de dólares, un salto del 3700% con respecto al año anterior. Empresas como Petrobras multiplicaron las incursiones en países vecinos, mientras Gerdau, Embraer Votorantim o Ambev fueron más allá. No sólo invirtiendo en otros mercados emergentes, sino que diversificando su cartera industrial y financiera hacia los países desarrollados. En 2005, empresas como CVRD, siguen buscando apuestas fuera de sus fronteras, incluso en Europa, como lo muestran los recientes rumores de interés por la francesa Eramet (estaríamos hablando de una inversión de más de 2 mil millones de euros). Las empresas indias también inician un proceso de globalización, invirtiendo en Estados Unidos, Australia, Corea del Sur, Brasil y Europa -particularmente en Reino Unido, donde se convirtieron en el séptimo inversor extranjero-. El veterano en esta reciente expansión internacional es el mayor conglomerado del país, el grupo Tata, que abarca industrias tan diversificadas como el acero, los autos y las nuevas tecnologías. En 2001 Tata aceleró su expansión internacional con la adquisición de la empresa británica Tetley Tea, para luego seguir este proceso en países como Singapur (en 2004 compró NatSeel) y Bermudas (en 2005 compró Teleglobe). A estas operaciones se le suman adquisiciones como las de Daewoo Motors en Corea del Sur e inversiones como la de Tata Steel en África del Sur e incluso algunas en el sector manufacturero español. Su filial para la industria tecnológica, Tata Consultancy Services, se listó en la bolsa local y considera ahora abrir en Nueva York al mismo tiempo que invierte en países como China, donde planea aumentar su plantilla de 300 a más de 3.000 personas en los próximos años.

Algo a resaltar en India y Brasil es precisamente la vitalidad de su capitalismo empresarial. Si bien las incursiones de las empresas indias fuera de sus fronteras son menos espectaculares y amplias que las realizadas por las brasileñas, el tejido empresarial indio es particularmente denso. Las bolsas indias cuentan con más empresas listadas que las de cualquier otro emergente (4.700 en comparación a 1.400 en China, 370 en Brasil o 150 en México). Esto explica que en lo que va del año los fondos de inversión internacionales hayan invertido más de 7 mil millones de dólares en acciones indias. Un rápido vistazo a la prestigiosa clasificación internacional de Forbes, que lista las 2.000 principales empresas del mundo en función de cuatro criterios (ventas, beneficios, activos y valor de mercado), confirma esta observación: India coloca un total de 30 empresas, una cantidad igual que España (30) y superior a China (21), o Brasil y México (18 cada uno).

Contrario a lo que uno puede imaginar, destaca el que muchas de estas empresas tienen un alto valor añadido. Es cierto que entre las 30 empresas indias está Mittal Steel, la mayor empresa de acero del mundo. Pero no sólo los grandes conglomerados como Tata y Reliance asoman la cabe-

za en los listados internacionales, sino también empresas punteras como Ranbaxy en biotecnología o Wipro e Infosys en servicios tecnológicos e informáticos. Esta última tiene hoy una plantilla de 25.000 personas, con una edad promedio de 26 años. Es, sin embargo, una de entre las muchas existentes en este sector floreciente, sector que se ha convertido en la vitrina tecnológica de un país donde los servicios representan el 50% del PIB. India se ha convertido, de hecho, en uno de los principales centros de producción para más de 150 multinacionales, atraídas por los bajos costes y la alta calidad de sus ingenieros e informáticos, armada de profesionales que supera el millón de personas. Incluso inversores chinos como Huawei han mostrado su interés por la Silicon Valley asiática, invirtiendo en distintas unidades de innovación y desarrollo de Bangalore. Con ello, en 2005 la industria de servicios tecnológicos india facturará más de 20 mil millones de dólares. Cabe destacar que el potencial del país es concomitante a su gran capacidad de producir técnicos e ingenieros: las 380 universidades del país alimentan cada año al mercado con 300.000 ingenieros y 9.000 doctores, profesionales que se suman a aquellos educados en el exterior, principalmente en Estados Unidos y Reino Unido.

Brasil no se queda atrás en su progreso tecnológico. En el último lustro, la minera CVRD ha compartido el podio de "la mayor empresa exportadora de Brasil", junto a Embraer. Esta última empresa se ha convertido en uno de los principales fabricantes de aviones del mundo. Actualmente cuenta con 16.500 trabajadores, varios de los cuales hacen parte de los 125 mil científicos e ingenieros en Brasil. Otro sector pujante es el de tecnología de la información que sólo en 2004 creció 8,5% y facturó cerca de 20 mil millones de dólares. Este sector no ha cruzado las fronteras como su similar indio, pues se ha orientado a satisfacer una altísima demanda doméstica. A modo de ejemplo, en 2004 el 97% de los contribuyentes brasileños envió su declaración de impuesto a la renta a través de la *web*.

Ambos países tienen por delante el mismo reto: el combate de la pobreza. Para ello deberán mantener o acelerar su crecimiento, seguir modernizando su sector agrícola, reducir los altos costes de transacción de una burocracia pletórica e infraestructuras deficientes. Puede que ambos no consigan transformarse en tigres, que la metamorfosis del elefante y del tucán sea de largo aliento. Sin embargo, en esta lucha contra la pobreza, puede que tengan alguna ventaja comparativa por ser democracias. Economistas como Dani Rodrik o el propio Premio Nobel indio Amartya Sen, así lo resaltan: las democracias presentan mayor capacidad para absorber, sin sobresaltos y represiones, los conflictos y las tensiones generadas por los despegues económicos en entornos donde prevalecen amplios focos de extrema pobreza. En este sentido, las trayectorias del elefante indio y del tucán brasileño también serán claves para los modelos de desarrollo que pugnan en el mundo. Ambos pueden convertirse en potencias económicas y políticas en este siglo. Si lo consiguen lo harán también desde la ética democrática.

Alejandro Neut  
alejandro.neut@grupobbva.com  
Javier Santiso  
javier.santiso@grupobbva.com

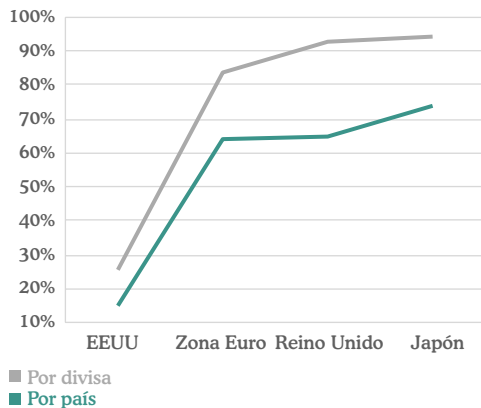
## Mercados emergentes: ¿hacia el fin del “pecado original”?\*

### El “pecado original”: muchos países, pocas monedas

Una característica de los mercados internacionales de deuda es la concentración de monedas en las emisiones. El 95% de los instrumentos está emitido en 4 de las divisas más importantes a nivel global (dólar, euro, libra y yen), a la vez que los residentes de estos países o zonas emiten sólo el 72% de estos instrumentos. Así, la brecha que resulta de estos diferentes grados de concentración se traduce en que los no residentes de estas cuatro zonas están emitiendo gran parte de su deuda en divisas ajenas.

#### Distribución de la deuda internacional por emisor y por divisa

(acumulado, en % del total; año 2004)



Fuente: BBVA en base a datos del BIS

Este hecho estilizado da origen a lo que Eichengreen et al<sup>1</sup> calificaron como “pecado original”. El mismo se refiere a la incapacidad de un país de endeudarse en los mercados internacionales en su propia moneda. Una de las medidas que los autores utilizan para cuantificar este fenómeno es la siguiente:

$$\text{MAX} \left[ 1 - \frac{\text{Instrumentos en moneda } i}{\text{Instrumentos emitidos por país } i}, 0 \right]$$

Si el indicador es igual a cero significa que la totalidad de los instrumentos emitidos por el país “i” está denominada en la divisa que este país emite, es decir, el país no padece “pecado original”. Por el contrario, un país es más “pecador” cuanto más cercano a uno sea el índice. Este fenómeno no es exclusivo de los mercados emergentes. De hecho, algunos países desarrollados denominan gran parte de los instrumentos que emiten en divisas ajenas, aunque en menor medida que las economías en desarrollo.

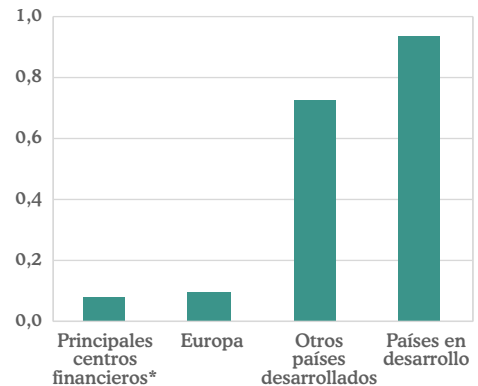
En todo caso, el análisis suele centrarse en los mercados emergentes puesto que son los que más directamente sufren las consecuencias negativas del “pecado original”. ¿Cuáles son estas consecuencias? La más relevante es la pre-

\* Agradecemos la colaboración de Verónica Baldovino.

<sup>1</sup> Ver Eichengreen, Hausmann y Panizza, “The Pain of Original Sin” (2003), en Eichengreen y Hausmann (eds.), *Debt Denomination and Financial Instability in Emerging-Market Economies*, Chicago: University of Chicago Press (2005).

### Una medida de “pecado original”

(más “pecador” cuanto más cercano a 1)



\* EE.UU., Japón, Reino Unido y Suiza

Fuente: Eichengreen et al. (2003)

sencia de un desajuste en el balance doméstico. Es decir, los movimientos en el tipo de cambio real provocarán efectos riqueza con consecuencias en la actividad y las políticas macroeconómicas de dicho país. Así, los momentos desfavorables en términos de entradas de flujos de capitales, que tienden a depreciar el tipo de cambio real, generan un efecto riqueza negativo, deteriorando la solvencia del país. De hecho, Eichengreen et al demuestran que más que el nivel de deuda, es la denominación de los pasivos lo que determina el nivel de *rating* soberano de un determinado país. Concretamente, la “absolución del pecado” mejoraría dicho *rating* en torno a cinco niveles. Estos efectos de hoja de balance, además, influyen sobre la forma en la que se implementa la política monetaria. En general, las políticas expansivas tenderán a depreciar el tipo de cambio, reduciendo la riqueza neta del país. Así, la política monetaria se vuelve procíclica y, en definitiva, los ciclos económicos son más volátiles<sup>2</sup>.

### ¿Hacia la absolución del pecado?: un mercado más líquido

En los últimos años, los mercados de deuda emergente, en particular los latinoamericanos, han experimentado avances en las emisiones de deuda denominada en moneda local. El FMI ha analizado estos progresos para la región, en particular para México, Colombia y Brasil<sup>3</sup>. Este último, por ejemplo, ha colocado recientemente en los mercados internacionales por primera vez en la historia un bono en reales a 10 años. La acogida por parte de los inversores ha sido muy positiva. Algunos organismos internacionales de crédito, por su parte, también han comenzado a emitir deuda denominada en divisas latinoamericanas para financiar sus proyectos. El Banco Interamericano de Desarrollo (BID), por ejemplo, que históricamente ha emitido bonos triple A en dólares, colocó por primera vez en abril un bono denomina-

<sup>2</sup> En este caso, la medida relevante de volatilidad es el producto medido en la divisa en la que están denominados los pasivos. La evidencia muestra que la volatilidad del PIB en dólares constantes es superior a la del producto en moneda nacional.

<sup>3</sup> Ver Global Financial Stability Report, Abril y Sept. de 2005, Fondo Monetario Internacional.

do en pesos mexicanos. Más tarde llegaron las emisiones en pesos colombianos y reales brasileños. Este apoyo por parte de estas instituciones multilaterales resulta evidentemente relevante para el desarrollo de este mercado.

Recientemente, se ha creado un índice para este tipo de deuda, el Government Bond Index-Emerging Markets (GBI), elaborado por JP Morgan, que complementa la familia de índices EMBI (Emerging Markets Bond Index) referidos a la deuda externa emitida en dólares y que actúan como *benchmark* en los mercados internacionales. Así, la introducción del GBI refleja la creciente demanda de los inversores internacionales por este tipo de activos. Es importante aclarar que el GBI no sólo contempla bonos internacionales. En muchos países este tipo de instrumentos se está desarrollando principalmente en las plazas financieras locales y aun así resultan atractivos para los inversores internacionales<sup>4</sup>. Si bien el pecado original se refiere a las emisiones en los mercados internacionales, posiblemente el desarrollo y profundización de los mercados locales constituya un paso importante.

Sólo 16 países del mundo emergente forman parte del GBI-EM, 4 de los cuales son latinoamericanos: México, Brasil, Colombia y Chile. América Latina tiene una importancia reducida (10%) en comparación con su peso en el mercado de deuda en dólares (60%). Ello se explica principalmente por la todavía reducida participación de Brasil, siendo el país con mayor capitalización en el mercado de deuda soberana en dólares. En el caso de México, segundo país en importancia por capitalización en deuda en dólares, ocurre algo similar, aunque la brecha entre ambas modalidades es menor.

### Participación actual en los índices Benchmark

	GBI-EM (mon. local)	EMBI + (dólares)
China	25,7	—
India	13,3	—
Sudáfrica	12,4	1,8
México	8,7	18,7
Malasia	6,2	—
Colombia	2,1	3,4
Turquía	1,0	9,2
Brasil	0,6	23,7

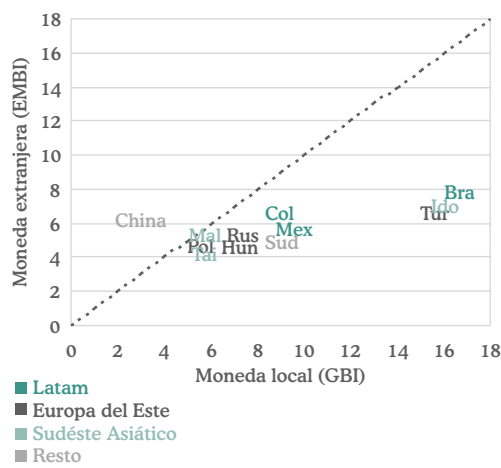
Fuente: BBVA en base a JP Morgan.

Otro aspecto relevante es el rendimiento de los instrumentos. En general, como se observa en el gráfico anterior, los mercados suelen penalizar las emisiones de deuda local con tipos más altos para la cobertura del riesgo cambiario.

Brasil y Turquía, dos países con una todavía elevada restricción monetaria, se encuentran entre los que tienen tipos más altos en comparación con otras economías y con sus propios instrumentos denominados en dólares. Cabe destacar que la deuda en moneda local no ha sido una excepción del *rally* emergente y proceso de búsqueda de rentabilidad que ha caracterizado a los mercados desde principios

<sup>4</sup> México es un ejemplo claro. La participación de extranjeros en el mercado de M's es creciente, pasando de un 4% a principios de 2004 hasta alrededor del 20% actual.

### Tasa de retorno media de la cartera de bonos de cada país en divisa local y en dólares

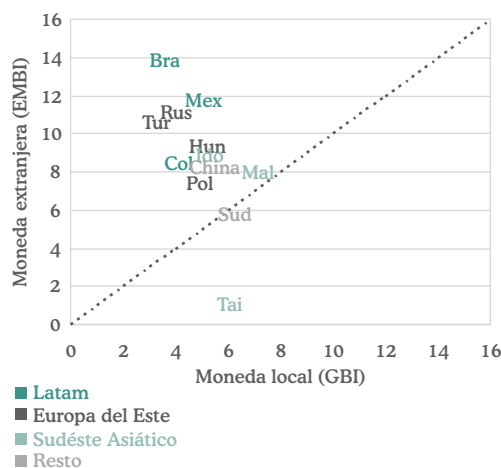


Fuente: BBVA en base a JP Morgan

de 2003. De hecho, en un contexto como el actual de presiones apreciatorias sobre las divisas, su atractivo es aun mayor<sup>5</sup>.

Por último, otro punto relevante es el plazo de las emisiones. Nuevamente, la incertidumbre que genera el riesgo cambiario o, en su caso, el coste de la cobertura de este riesgo, aumenta con el plazo del activo. Por ello, es lógico pensar que ésta sea inferior a la de los bonos en dólares.

### Duración media de la cartera de bonos de cada país en divisa local y en dólares



Fuente: BBVA en base a JP Morgan

Brasil y México son de los países con menores plazos en sus emisiones en divisas locales, sobre todo teniendo en cuenta que son los que tienen emisiones en dólares con plazos más largos. Este hecho, junto con sus reducidas ponderaciones, ponen de relieve que aún en América Latina queda bastante margen para el desarrollo de este nuevo mercado de deuda en moneda local.

<sup>5</sup> En el último año, en muchos de los países de la muestra los rendimientos en moneda local se han reducido más que los tipos en dólares.

## Eventos inesperados impulsan los precios del petróleo

### Condiciones recientes

El frágil equilibrio entre oferta y demanda, que se refleja en la existencia de una capacidad adicional de producción de corto plazo de apenas un 2% de la demanda, hace extremadamente sensible el mercado petrolero ante cualquier conjunción de eventos poco afortunados. El último trimestre fue particularmente prolijo al producirse cuatro hechos relevantes que han tenido importantes repercusiones en el mercado petrolero.

El primero de ellos fue la muerte del rey Fahd. A pesar de que la sucesión se dio como se esperaba, el nuevo rey Abdullah es miembro de una generación octogenaria que constituye la línea de sucesión. Este hecho vislumbra una volatilidad futura de cara al establecimiento de un gobierno de mayor aliento que ha demostrado ser clave para la estabilización y unificación del principal productor mundial de petróleo. Adicionalmente, en esta línea de sucesión conviven visiones contrapuestas hacia Occidente, que incorporan una mayor incertidumbre sobre el futuro de la monarquía.

El segundo evento es la crisis de Irán. La elección del ultra conservador Ahmadinejad como nuevo Presidente revierte la línea reformista. Una de las primeras acciones del nuevo Gobierno fue volver a su programa nuclear, que estaba suspendido, en un claro tono de desafío a Estados Unidos y Europa con una difícil solución diplomática, hecho que le da cada vez mayor probabilidad a un escenario de conflicto geopolítico de mayor aliento.

El tercer elemento es la actual temporada de huracanes del Atlántico Norte. Se esperan un total de 21 tormentas tropicales y 11 huracanes, de los cuales más de la mitad pueden transformarse en huracanes mayores. Hasta la fecha se han producido 17 tormentas, de las cuales 9 han llegado al grado de huracanes y restan dos meses de temporada. La zona más afectada ha sido la del Golfo de México, donde se produce el 28% del petróleo de los Estados Unidos, ingresan el 60% del crudo importado, se encuentra el 47% de la capacidad de refinación y el 20% de la producción de gas natural, siendo por tanto una temporada particularmente sensible para el mercado petrolero.

El cuarto elemento son los mayores problemas de la actividad refinadora en los Estados Unidos. Previo al impacto de los huracanes, se produjeron distintos eventos que paralizaron en diferentes intensidades alrededor de 11 refinerías, hecho que se reflejó en una disminución de los inventarios de gasolina más allá de lo previsto y una menor construcción de inventarios de destilados a los esperados en la temporada de verano.

La conjunción de estos cuatro elementos, que por separado tienen una baja probabilidad de ocurrencia, han explicado un alza del 30% en la cotización del Brent desde el mes de mayo del presente año.

### Situación iraní: la de mayor impacto en el mercado

Más allá del impacto de corto plazo que genera la temporada de huracanes, y que dependerá la cuantía de daños y el tiempo de recuperación de esta neurálgica zona petrolera, el factor de mayor impacto sobre el mercado es, sin duda, la evolución del conflicto por el programa nuclear de Irán, país que produce 4 millones de barriles diarios de crudo. El detonante fue el relanzamiento de un programa que denominan de energía nuclear pacífica, desconociendo el veto impuesto en el pasado por la ONU y que para Occidente constituye un paso hacia la fabricación de armas atómicas.

Estados Unidos y los países de la Unión Europea han rechazado los argumentos iraníes y procuran elevar el tema al Consejo de Seguridad de la ONU, lo que implicaría establecer un ultimátum que de no ser cumplido conllevaría sanciones militares y económicas, y que podría eventualmente incluir un embargo a las exportaciones de ese país. Sin embargo, China y Rusia, dos miembros permanentes del Consejo, y en consecuencia con la facultad de vetar sus decisiones, se oponen a cualquier acción inmediata contra Irán.

Por su parte, este país ha reaccionado airadamente al conocer la resolución de los países europeos y ha amenazado con ir más allá y reanudar su programa de enriquecimiento de uranio en caso de que se apruebe, amenazando además con suspender su compromiso de cumplir el llamado Protocolo Adicional del Tratado de No Proliferación de Armas Nucleares, que permite inspecciones sin previo aviso en su país.

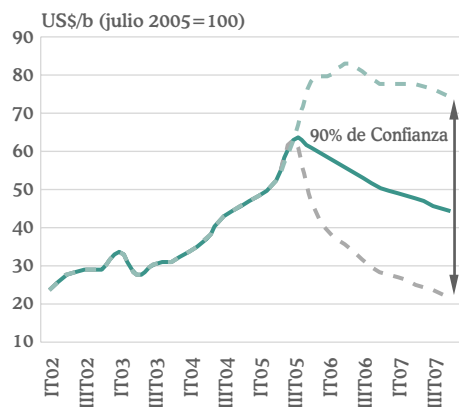
Esta situación tiene una compleja solución diplomática, que hará que el mercado se tensione ante la posibilidad de salida del mercado de la producción iraní, así esta no se lleve a cabo, siendo sin duda el factor de mayor impacto en la actualidad.

### Revisión del escenario de precios

Uno de los principales rasgos del mercado es la alta persistencia del efecto sobre los precios de las noticias y temores del mercado acerca del balance futuro entre demanda y oferta de crudos. Los cuatro eventos descritos anteriormente hacen que se revise el escenario de precios para el Brent.

El nuevo escenario base supone que los daños de la temporada de huracanes son de corto plazo y que el factor que persiste es la incertidumbre de una eventual salida del crudo iraní. Este comportamiento se expresaría en un precio medio para 2005 de 55,9 dólares el barril, representando un alza del 12% con respecto al escenario anterior, mientras que para el 2006 el alza con respecto al escenario anterior sería del 20% para un precio medio esperado de 54,6 dólares el barril.

### Estimación del Precio del Brent 2005-2007



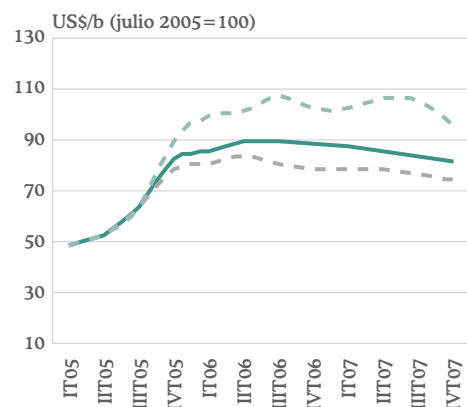
Estimaciones: Servicios de Estudios Económicos BBVA Banco Provincial

Sin embargo, la situación iraní abre un escenario de riesgo, con una probabilidad entre 10-15%, que implica una salida real de la producción de ese país por un período superior a un año y que colocaría el precio para 2005 en 61,2 dólares el barril (9% superior al base) y en 89,9 dólares para 2006 (64% superior al base).

Para 2007 se tendría en el escenario base un precio medio esperado de 46,2 dólares por barril, mientras que en el de riesgo se verificaría un precio de 84 dólares.

### Escenario Riesgo: Precio del Brent 2005-2007

(Probabilidad 10-15%)



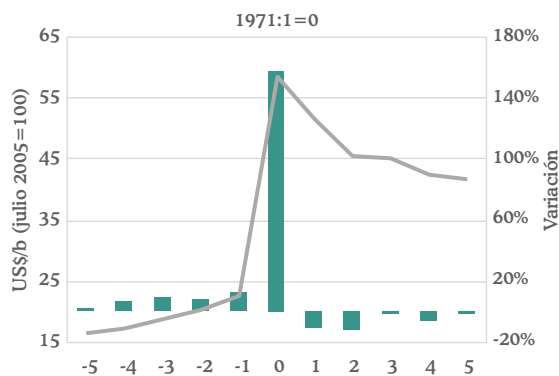
Estimaciones: Servicios de Estudios Económicos BBVA Banco Provincial

La pregunta clave a responder es si estamos en presencia de un movimiento prolongado de alza hacia un nuevo nivel de equilibrio o es una sobre reacción que tendrá una corrección a un nivel de precio inferior.

Al analizar el comportamiento histórico de los precios se observa que estamos en ciclo atípico de alzas continuas, que ya comprende 9 trimestres, el más extenso desde 1957. Los cambios permanentes de los niveles de precios se han caracterizado por ser movimientos rápidos de alzas que contrastan con procesos de subidas de precios más graduales en los que los niveles de precios no se consolidan y convergen a un nivel inferior (ver gráficos más abajo). Este clásico comporta-

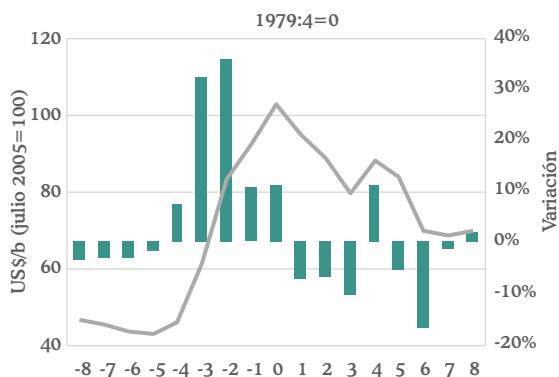
amiento del mercado, conjuntamente con un mejor desempeño de la oferta a mediano plazo, hace prever que estamos en una fase de sobre reacción que se ajustará a niveles más cercanos a 40 dólares que a los 63 dólares de la actualidad.

### Comportamiento Precios en Embargo Arabe 1971



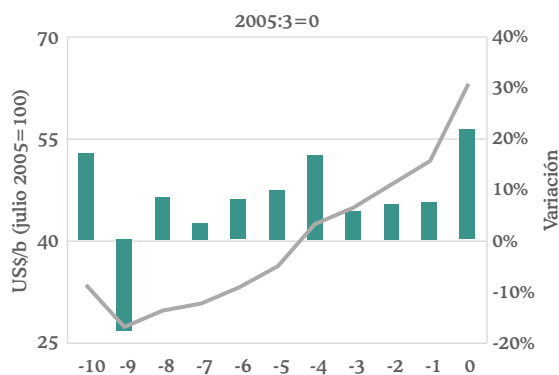
Fuente: Servicios de Estudios Económicos BBVA Banco Provincial

### Comportamiento Precios en Revolución Iraní 1979



Fuente: Servicios de Estudios Económicos BBVA Banco Provincial

### Comportamiento Precios en Situación Actual



Fuente: Servicios de Estudios Económicos BBVA Banco Provincial

## Materias Primas

### Efecto Katrina

En los últimos dos meses, varios elementos han golpeado al mercado de materias primas. El más sustancial es el que tiene que ver con los efectos que la temporada de huracanes está generando sobre la producción petrolera. En particular, el descenso en la actividad de extracción y refino en las zonas del Golfo de México ha tenido un impacto notable sobre los precios del crudo (ver Recuadro sobre petróleo).

Los huracanes Katrina y Rita han disparado las compras especulativas de materias primas de cara a los esfuerzos de reconstrucción en las zonas afectadas. Un ejemplo es el cobre que sigue marcando máximos históricos. De esta manera, el precio del mencionado metal alcanzó los 180 c/lb (septiembre 23 de 2005), un nivel nominal nunca antes visto y que representa un incremento de más del 40% con respecto a lo observado hace apenas un año.

Asimismo, los potenciales efectos de segunda ronda en precios como consecuencia del incremento en el valor del barril de petróleo, han hecho sonar las alarmas contra la inflación. En este sentido, la demanda por activos sólidos como el oro se ha incrementado considerablemente. En particular, durante los últimos dos meses el precio de este metal ha crecido un 13% y actualmente se encuentra en niveles nominales históricos que sobrepasan los 470 centavos por onza.

Asimismo, los precios del azúcar siguen presentando una tendencia al alza que se ha visto reforzada por los eventos antes mencionados. En particular, la creciente demanda de etanol como fuente alternativa de combustible, puede llegar a tener un efecto importante sobre el precio del azúcar durante los próximos años.

Finalmente, el café presenta una trayectoria diferente. Después de alcanzar su mayor nivel en 5 años, el precio del grano ha caído más de un 30% desde el pasado mes de marzo. A futuro, sin embargo, existe la posibilidad de que se registre una recuperación debido principalmente a las malas cosechas observadas en Vietnam y posiblemente Brasil.

### El Índice BBVA-MAP<sup>1</sup> se mantiene al alza

Con respecto al índice BBVA-MAP, seguimos observando niveles históricamente elevados. Esto como consecuencia de que tanto el petróleo como el cobre presentan una alta ponderación en el índice (49 y 10% respectivamente), y de que ambos sustentaron incrementos importantes durante los últimos meses. En particular, el índice ha aumentado más de un 25% en lo que va del año.

Por lo que respecta al índice sin petróleo, los incrementos en precios de bienes como el cobre, el oro o el azúcar, se han visto compensados por las reducciones en los precios del café, la soja y el aumento en el precio del gas natural. Por lo tanto, los cambios han sido casi nulos en los últimos meses.

Con respecto a los índices por países, la diferencia sigue siendo la posición productora o consumidora de petróleo como característica principal para determinar qué índice sube

### BBVA MAP

(Promedio móvil 3 meses - 1995=100)



Fuente: BBVA

y cuál baja. En particular, Argentina, Colombia, México y Venezuela siguen siendo beneficiados por la actual coyuntura en el sector energético. Chile y Perú, como productores de cobre, también presentan incrementos en lo que va del año, mientras que en Brasil los aumentos en el precio del azúcar no son suficientes para paliar los incrementos en el costo del barril de petróleo.

### Se esperan leves correcciones en el mediano plazo

Las sorpresas en los mercados han obligado a revisar las previsiones a fin de año sobre los precios en materias primas. Para la mayor parte de los productos que aquí se incluyen, la revisión es favorable. Asimismo, aunque se prevé que el ajuste a la baja en los precios de este tipo de productos no se empezará a sentir sino hasta el año que viene, no se anticipa un ajuste sustancial en alguno de ellos, por lo que deberán mantenerse en niveles relativamente altos.

### Índice BBVA-MAP de Materias Primas

(cambios porcentuales a septiembre de 2005)

	Desde Enero de 2003	Últimos 12 meses	2005
BBVA-MAP	71,67%	26,17%	26,30%
SIN PETRÓLEO	33,35%	10,02%	1,62%
COMPONENTES			
Metales	72,22%	14,21%	4,14%
Agrícolas	25,57%	16,26%	5,23%
Energía	104,11%	37,46%	50,89%
PAÍSES			
Argentina	20,04%	9,91%	12,24%
Brasil	-3,19%	-2,32%	-7,60%
Chile	53,77%	10,03%	4,21%
Colombia	59,42%	25,08%	21,84%
México	62,01%	24,16%	29,80%
Perú	34,89%	10,20%	2,09%
Venezuela	104,11%	39,64%	48,94%

### Precios de Materias Primas

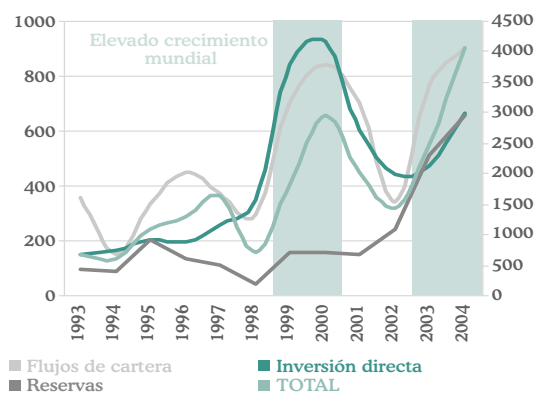
	Promedio del año			Final de año
	2003	2004	2005*	2005p
Café (USc / lb)	65,0	85,1	120,0	105,0
Cobre (USc / ton)	81,0	126,0	156,6	155,0
Oro (US\$ / onza)	363,9	409,6	431,6	440,2
Petróleo (US\$ / barril)	29,6	38,6	53,9	60,5
Soja (US\$ / ton.)	238,0	267,0	245,5	236,0

\*/ hasta septiembre  
p/ previsión

<sup>1</sup> El índice BBVA-MAP es un promedio ponderado de los precios de las principales exportaciones de materias primas y bienes agrícolas de América Latina.

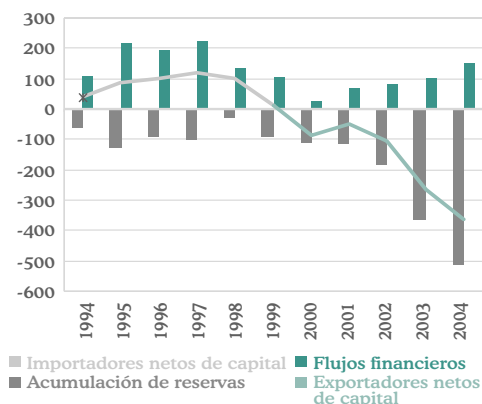
### Flujos internacionales de capital

En miles de millones de dólares



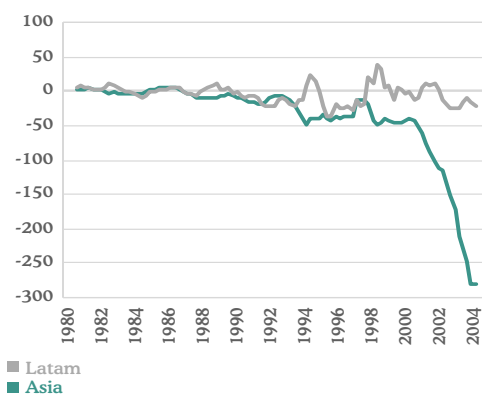
Fuente: FMI

### Mercados emergentes: flujos netos de capitales mM\$



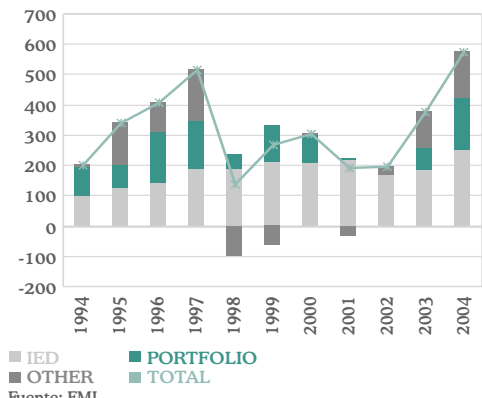
Fuente: FMI

### Variación de reservas (mill. USD)



Fuente: FMI e IFS

### Mercados emergentes: entradas flujos de capitales (mM \$)



Fuente: FMI

## III. Bajo la lupa: flujos de capitales en América Latina

### América Latina en el contexto de recuperación de los flujos internacionales de capital

Los flujos internacionales de capitales registraron en 2004, por segundo año consecutivo, un notable crecimiento en todas sus categorías, desde las reservas hasta los flujos de inversión directa. La reciente evolución de los mercados financieros apunta a que esta tendencia continúa. La combinación de unas condiciones de abundante liquidez derivadas de unos bajos tipos de interés internacionales, la baja volatilidad y la escasa aversión al riesgo de los inversores internacionales dibujan un panorama alentador para las economías emergentes. Y es que, en este contexto, uno de los principales *drivers* de los flujos de capitales ha sido la búsqueda de rentabilidades que ha favorecido la afluencia masiva de flujos de capitales extranjeros hacia emergentes. En el caso concreto de América Latina hay factores añadidos que han condicionado los flujos de capitales: i) el aumento del precio de las *commodities*, ii) una mejora en los fundamentos macroeconómicos y iii) en algunos un endurecimiento de las condiciones monetarias que han hecho del *carry trade* una de las operativas estrella de este último año.

En este contexto, el objetivo de la serie de tres artículos que se presentan en este número es profundizar en el análisis de los flujos de capitales en emergentes en tres direcciones. En el primer artículo se trata de ver la evolución y composición de los flujos de capitales hacia emergentes, poniendo el énfasis en las diferencias/similitudes entre las regiones de América Latina y de Asia. En el segundo de los artículos el análisis se centra en un tipo de flujo –inversión en cartera– que tradicionalmente ha sido considerado más volátil. El objetivo es dar respuesta a dos grandes interrogantes: ¿La reducción de los spreads es más una cuestión de factores locales o globales? ¿La mayor integración de los mercados ha venido acompañada de una mayor volatilidad de los flujos?. Por último, en el tercero de los artículos se profundiza en las causas e implicaciones que plantea para las autoridades monetarias de las economías emergentes la acumulación de reservas.

### Evolución reciente y perspectivas de los flujos de capitales

En su conjunto, los flujos de entrada de capitales en los mercados emergentes han sido crecientes, evolucionando en línea con sus superávit por cuenta corriente, hasta situarse por encima de los niveles precrisis. A pesar de los vaivenes, la inversión extranjera directa considerada como la fuente de financiación más estable ha aumentado gracias al favorable clima de inversión. La recuperación en 2003 y 2004 ha sido especialmente significativa en inversión en cartera y, en menor medida, de los créditos bancarios, que fueron negativos por cuatro años consecutivos.

El patrón de recuperación de las entradas de capitales en los emergentes ha sido muy distinto en América Latina y Asia ex-Japón, según muestra el saldo de la cuenta financiera (excluyendo las reservas, cuyo proceso de acumulación ha estado claramente protagonizado por los países asiáticos, con China a la cabeza). La región asiática ha recuperado relativamente rápido las entradas de flujos de capitales tras la crisis de 1998, de forma que actualmente el volumen de flujos casi se sitúa en los niveles precrisis. En América Latina la crisis argentina de 2001 no sólo ha impedido una recuperación de los flujos, sino que se ha traducido en dos años de sequía en términos de financiación neta internacional. Sólo muy recientemente el saldo neto de la cuenta financiera muestra un signo positivo.

Especialmente revelador es el diferente perfil que muestra la inversión extranjera directa. En América Latina las entradas netas en IED han venido descendiendo desde el año 2000 (fin de la etapa de las privatizaciones),



y apenas han logrado estabilizarse en los dos últimos años. Mientras Asia, con China como principal receptor, está ganando posiciones, con unos flujos netos que duplican en volumen a los de América Latina. En términos de PIB, la IED en América Latina se ha reducido a prácticamente la mitad en menos de cuatro años, pasando del 3,2% en 2001 al 1,5% en 2004. En Asia la IED representa actualmente el 1,7% del PIB frente al 1,2% en 2001. Una de las cuestiones que plantea en este sentido es el impacto que Asia, o más concretamente China, está teniendo en los flujos de IED en América Latina. Aunque la evidencia empírica todavía es escasa, en algunos trabajos recientes se encuentra que, efectivamente, en la última década puede encontrarse un efecto sustitución entre China y América Latina. Este efecto que parece ser más acusado para países como México y Colombia <sup>1</sup>.

Asia también supera a América Latina en inversión en cartera y créditos bancarios. Los flujos netos en renta variable están siendo muy significativos en Asia <sup>2</sup> (principalmente China e India) que más que compensan la compras netas de renta fija en el exterior de esta región—un proceso que está estrechamente asociado a la acumulación de reservas<sup>3</sup>. En América Latina, sin embargo, las entradas netas en inversiones de cartera se moderaron fuertemente a finales de los noventa y, en los últimos años, ha sido la única región emergente donde los flujos netos de cartera son negativos<sup>4</sup>. En 2005, apenas si empiezan a registrar un saldo positivo gracias a las compras de bonos por parte de extranjeros en México y Brasil. Recientemente Asia también ha desbancado a América Latina como principal región receptora de créditos bancarios. Una forma de financiación que ha venido perdiendo peso a favor de la renta fija. Detrás de ello están la pérdida de peso de Brasil, uno de los principales receptores de este tipo de capitales, y las salidas de capitales de Argentina y Venezuela.<sup>5</sup>

Los datos disponibles ponen de manifiesto el creciente papel que la región asiática está tomando en los movimientos de flujos de capitales. No sólo como financiadores de países con déficit de ahorro como EEUU, sino sobre todo como receptores de flujos de capitales. Esto puede generar cierta preocupación para una región como América Latina por la creciente competencia que ello supone en la captación de fondos internacionales. Con todo, ello no tiene porqué traducirse en una caída de los flujos en términos absolutos hacia América Latina, siempre que el volumen de flujos siga creciendo.

¿Qué cabe esperar para los próximos años? Aunque el contexto actual no está exento de riesgo, el escenario central para los dos próximos años pasa por una sostenibilidad del crecimiento global sin tensiones inflacionistas importantes. Además, es previsible que la liquidez siga siendo abundante y que, por tanto, los flujos internacionales sigan aumentando. Por componentes el pronóstico parece más sencillo para las reservas, en la medida en que ya se está observando una moderación respecto al ritmo de acumulación del año pasado.<sup>6</sup> Respecto a la IED, los datos de Fusiones y Adquisiciones revelan que los flujos ligados a esta actividad están aumentando y que podrían seguir haciéndolo en 2006. Las previsiones para los flujos de cartera, especialmente los de renta fija, son optimistas. El principal riesgo derivaría de aumentos bruscos de los tipos de interés en los países desarrollados, principalmente EEUU (un escenario considerado poco probable). Más allá de esto, América Latina se enfrenta a un reto importante en el medio plazo, no seguir perdiendo posiciones en el terreno de las inversiones en IED que muestran un creciente grado de concentración por países.

<sup>1</sup> Véase García-Herrero, A. y Santabárbara, D. (2005): "Does China have an impact..."

<sup>2</sup> Aquí está pesando claramente el elevado volumen de capitalización de este mercado.

<sup>3</sup> China y otras economías de la región han realizado compras masivas de bonos del Tesoro americano en los últimos años. China por ejemplo se ha colocado como el segundo gran tenedor de bonos del Tesoro después de Japón.

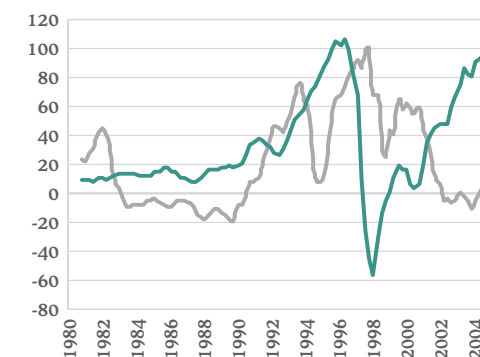
<sup>4</sup> No obstante, parte se debe a la mayor propensión de inversores institucionales, especialmente fondos de pensiones, a invertir en el exterior como consecuencia de marcos regulatorios más abiertos en este sentido.

<sup>5</sup> Para un análisis detallado de este componente de flujos véase Rodríguez, J. y Santiso, J. (2005).

<sup>6</sup> El cambio de régimen del yuan el pasado verano, aunque apenas ha supuesto cambios, en la práctica, implicaría una menor intervención de China y otras economías de la región para frenar las presiones apreciatorias sobre sus divisas.

## Balanza cuenta financiera

(mM \$)



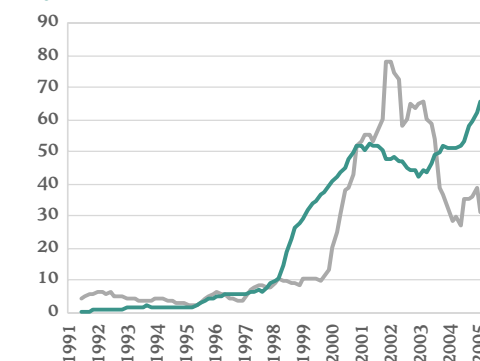
■ América Latina

■ Asia ex-Japón

Fuente: FMI e IFS

## Inversión Extranjera Directa (IED)

Flujo neto en mM \$



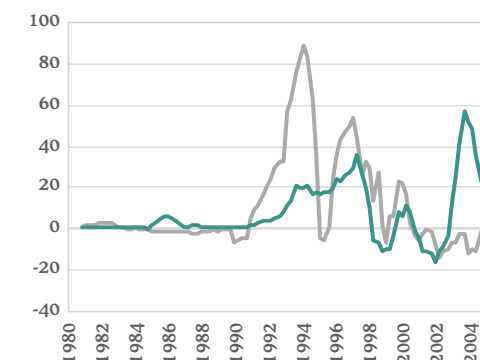
■ América Latina

■ Asia ex-Japón

Fuente: FMI e IFS

## Inversión neta en cartera

mM \$



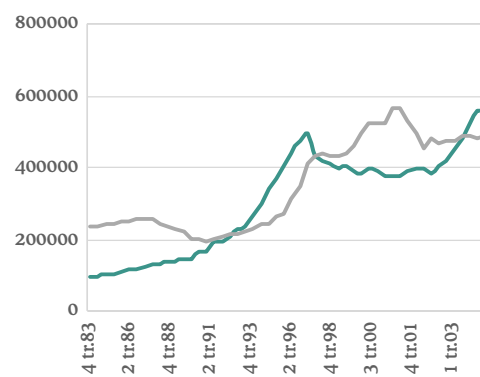
■ América Latina

■ Asia ex-Japón

Fuente: FMI e IFS

## Préstamos consolidados

M \$



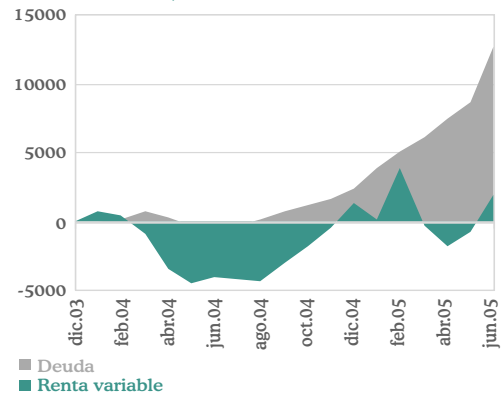
■ América Latina

■ Asia ex-Japón

Fuente: BIS

## América Latina: flujos de entradas en fondos de inversión

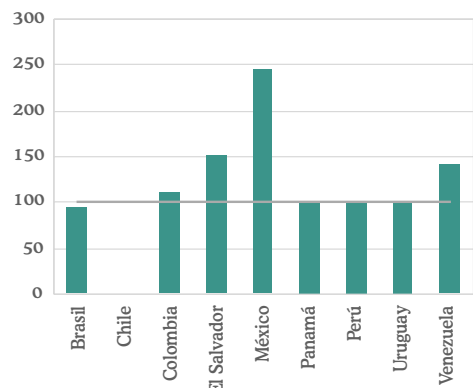
acumulado total, millones de dólares



Fuente: Emerging Portfolio Fund Research

## América Latina: emisión cubierta de deuda extranjera soberana

en porcentaje de la emisión de deuda estimada en 2005



Fuente: FMI

## Spread corporativo vs. EMBI Latam

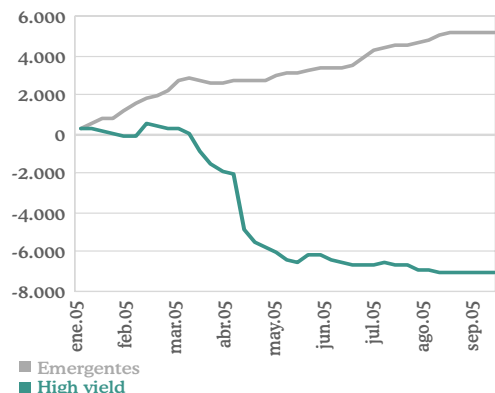
en puntos básicos



Fuente: Datastream

## Flujos de entradas en fondos de renta fija

acumulado millones de \$



Fuente: Emerging Portfolio Fund Research

## América Latina, ¿cómo reducir la volatilidad de los flujos?

Al tiempo que los flujos internacionales han estado favoreciendo a las economías emergentes, estos países han dado algunos pasos para tratar de afrontar el gran reto: estabilizar los flujos de capitales<sup>7</sup>.

Más allá del colchón que brinda la acumulación de reservas frente a depreciaciones cambiarias, las favorables condiciones financieras están siendo aprovechadas por los países latinoamericanos para reforzar su situación financiera. Por un lado, muchos tienen cubiertas a estas alturas del año sus necesidades de 2005, e incluso están prefinanciando deuda de 2006. Adicionalmente, las características de las nuevas emisiones permiten reducir su dependencia del exterior: emisiones a más largo plazo, en divisa local o no ligadas al tipo de cambio, ni a la inflación ni a los tipos de corto plazo<sup>8</sup>. Es más, las emisiones en moneda local, cuyo último exponente ha tenido a Brasil, están teniendo una buena acogida por parte del mercado y están adquiriendo un volumen que ha llevado a la creación de un nuevo índice<sup>9</sup>. Con todo ello, y gracias también a la apreciación de la mayoría de las divisas emergentes respecto al dólar en el último año, los ratios de deuda sobre PNB y el servicio de la deuda sobre exportaciones se han reducido.

En otro orden de cosas, el desarrollo de una base de inversores estables y el consiguiente desarrollo de un marco regulatorio está siendo un factor clave para dar profundidad a los mercados locales, especialmente al de bonos, y reducir la volatilidad de los mismos. El creciente peso de los fondos de pensiones, con un volumen de activos gestionados en relación al PIB que se ha multiplicado por 9 en la última década, es uno de los exponentes más claros. Igualmente, el desarrollo de los Fondos de Inversión ha sido muy significativo; actualmente los activos gestionados superan el 15% del PIB. Las cifras son más modestas para las compañías de seguros, inferiores al 5% del PIB excepto en el caso de Chile. Con todo, siguen siendo los inversores institucionales extranjeros los que juegan un papel dominante en los mercados emergentes, más en América Latina que en Asia, dado el gran volumen de activos gestionados en relación al tamaño de los mercados locales. El buen comportamiento de los activos de emergentes en el último año los ha convertido en un activo crecientemente atractivo para algunos inversores internacionales<sup>10</sup>.

Un último aspecto a considerar es el efecto contagio. En este sentido es interesante atender a algunos episodios –rebaja de calificación a GM y Ford en primavera o noticias de corrupción en Brasil– que parecen haber puesto a prueba la vulnerabilidad de los flujos a la región. Los spread en América Latina parecen haberse desacoplado de la evolución de los spread corporativos, que repuntaron en primavera, incluso México a pesar de la estrecha relación con el sector automotriz. Los datos de flujos de fondos de renta variable muestran que los emergentes podrían estar beneficiándose de las salidas de flujos que se están produciendo en el conocido como mercado de High Yield. Esto es, la probabilidad de salidas bruscas de América Latina, parece reducida, si bien el gran reto está en 2006, año electoral para buena parte de América Latina.

FMI 2004: *Institutional Investors in Emerging Markets*, abr. 2004.

García Herrero, A. Y Santabárbara, D. (2005): "Does China have an impact on Foreign Direct Investment to Latin America?" Documento de Trabajo, 0517, Banco de España.

Rodríguez, J. y Santiso, J. (2005): "Banking on democracy: the political economy of international bank flows in emerging markets". Paper presentado en 2005 en *Annual Meeting of the Latin American and Caribbean Economic Association*, París, octubre de 2005.

Williamson, J. (2005): "Curbing the boom-bust cycle: stabilizing capital flows to emerging markets". Institute of International Economics.

<sup>7</sup> Véase Williamson, 2005.

<sup>8</sup> Véase nota: "Hacia el final del pecado original".

<sup>9</sup> Así se ha lanzado un nuevo índice benchmark para deuda internacional de emergentes emitida en moneda local (GBI-EM emitido por JP Morgan).

<sup>10</sup> Véase FMI (2004): "Institutional investors in emerging markets".

## Flujos de cartera: menor volatilidad y mayor integración

En la década de los 90, los flujos de capitales hacia los mercados emergentes registraron cambios profundos. A finales de los 80 y comienzos de los 90, iniciaron procesos de reformas con el objetivo de liberalizar sus mercados de capitales. Estas reformas facilitaron el acceso local a los inversores extranjeros, y el acceso internacional a los inversores locales. La literatura económico-financiera ha comprobado que estos procesos de liberalización produjeron un punto de inflexión en el comportamiento de los flujos de capitales hacia estos países. Centrándose esencialmente en flujos de cartera, varios autores<sup>1</sup> han demostrado que el incremento de flujos de capitales hacia mercados emergentes se traduce en una reducción del coste de capital y una mayor integración financiera. Se dice que dos mercados están integrados cuando un proyecto que posee idéntico riesgo tiene iguales rendimientos esperados a través de los diferentes mercados. Además, se ha observado que al eliminarse total o parcialmente las barreras a la inversión entre países, los mercados se vuelven más eficientes, dado que ahora los inversores locales no se encuentran cautivos y pueden invertir en acciones extranjeras más rentables.

Pese a que la integración genera beneficios, uno de los argumentos más citados en contra de liberalizar los mercados, es que una mayor integración generará un aumento de la volatilidad. La evidencia empírica contradice este razonamiento. Es más, se observa que en el peor de los casos, un mayor flujo de capitales no afecta a la volatilidad. En el mejor de los casos la reduce.

La ortodoxia económica alcanzada por la mayoría de los países de América Latina junto con la gran liquidez internacional han hecho que desde finales de 2002 los spreads de los bonos en dólares EMBI hayan caído hasta alcanzar niveles mínimos históricos. Por el lado de la renta variable se observa que, si bien los flujos acumulados hacia la región no se han visto afectados de gran forma, sí los flujos individuales. El gráfico adjunto muestra el efecto negativo en tres países<sup>2</sup>, mientras, que en el gráfico de Brasil y México se observa un efecto positivo.

Es un hecho que los beneficios que se obtienen con los procesos de reforma de los mercados de capitales varían en el tiempo y son sensibles a las fluctuaciones económicas. En los últimos años se han sucedido una serie de acontecimientos que han afectado positivamente a los mercados emergentes y su mayor o menor integración. Por un lado se ha producido un efecto negativo en la percepción de los inversores sobre el riesgo intrínseco de estos mercados, lo que lleva a una caída en los flujos hacia ellos. Ejemplo de estos acontecimientos son las diferentes crisis que se sucedieron entre 1997 y 2002. Por otro lado, la exuberante liquidez internacional, que genera un efecto positivo, que se ha traducido en una disminución continua de los spreads de América Latina desde finales de 2002.

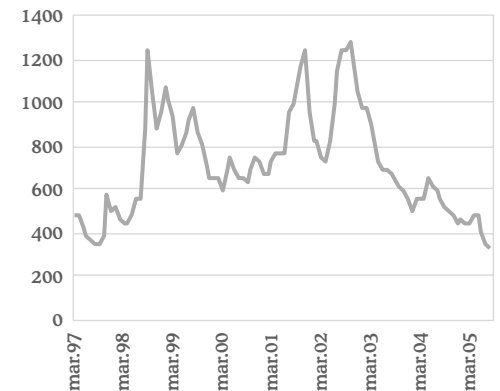
El objetivo de este trabajo es analizar el incremento de los flujos de capitales en una doble vertiente. En primer lugar, se estudia la volatilidad de los flujos de renta variable en el período 1995-2005. En segundo lugar, se aborda el efecto de la mayor integración de los mercados de capitales en los spreads (EMBI+). Distinguiendo los efectos de los factores locales e internacionales.

### Crisis financieras: ¿un nuevo cambio estructural en los flujos?

Los datos usados para el análisis son especialmente relevantes<sup>3</sup>: entradas en fondos de inversión que se dedican a renta variable en emergentes. Al analizarlos se observa que, tal y como argumentan los partidarios de la apertura de los mercados de capitales, el reciente aumento en el volumen de flujos ha dado lugar a una reducción de la volatilidad. Esta conclusión se ha obtenido después de estimar la varianza condicional de las series mensuales de flujos de capitales

Servicio de Estudios BBVA, Madrid  
 Carmen Broto  
 carmen.broto@grupobbva.com  
 Eduardo Pedreira  
 eduardo.pedreira@grupobbva.com

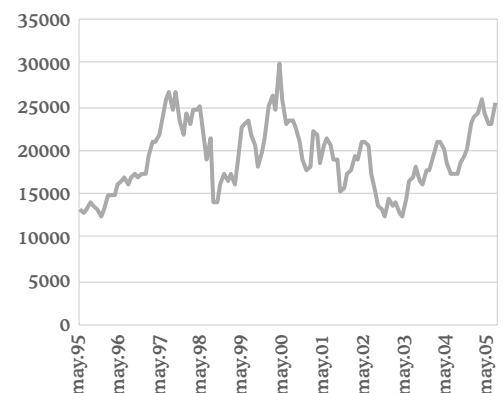
### EMBI Latam



Fuente: JP Morgan

### América Latina: total de flujos acumulados

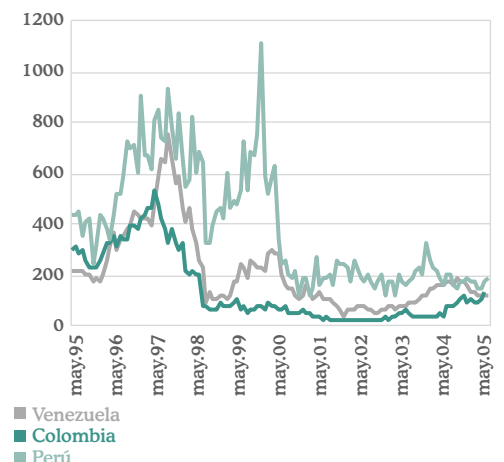
(en millones de \$)



Fuente: Emerging Portfolio Fund Research

### Total de flujos acumulados

(en millones de \$)

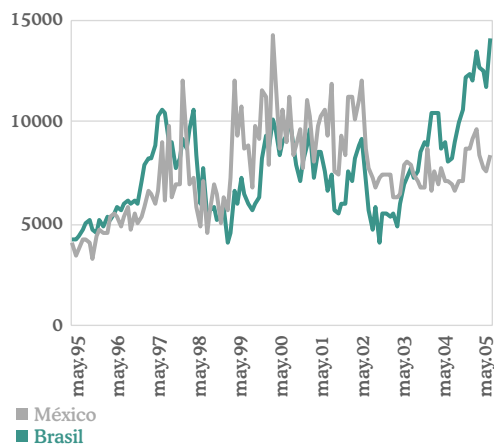


Fuente: Emerging Portfolio Fund Research

<sup>1</sup> Entre ellos, ver por ejemplo Bekaert y Harvey (1998), Tesar y Werner (1995).  
<sup>2</sup> Al controlar por capitalización de mercado se observa un efecto menos negativo dado que la capitalización de los mencionados mercados se redujo de manera considerable.  
<sup>3</sup> Queremos agradecer muy especialmente a Ian Wilson y Dwight Ingalsbe de Emerging Portfolio Fund Research por cedernos los datos de tenencias de activos y flujos netos hacia países emergentes. Para más información referirse a [www.epfr.com](http://www.epfr.com).

### Total de flujos acumulados

(en millones de \$)



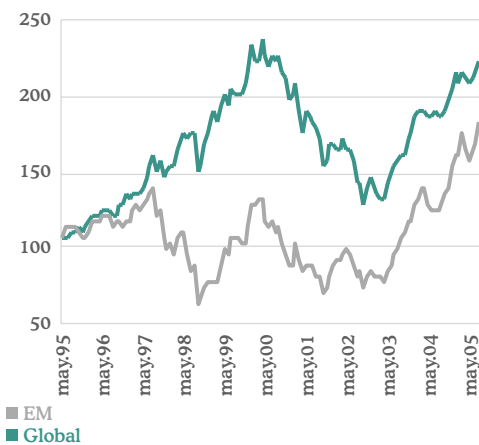
Fuente: Emerging Portfolio Fund Research

### América Latina: volatilidad estimada en flujos de equity



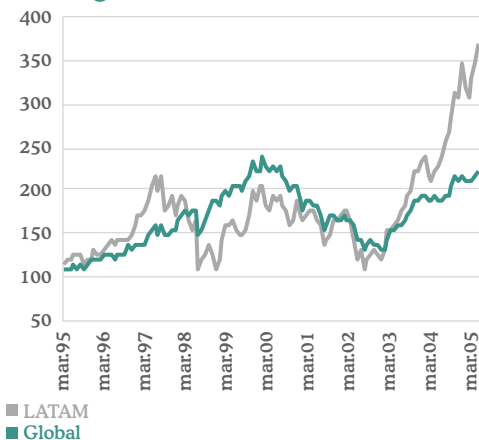
Fuente: Emerging Portfolio Fund Research y BBVA

### MSCI: global vs. emergentes



Fuente: JP Morgan

### MSCI: global vs. América Latina



Fuente: JP Morgan

para cada uno de los países del área más la correspondiente al conjunto de la región mediante un modelo GARCH (1,1) (*Generalized autoregressive conditional heteroscedasticity*). Modelo originalmente propuesto por Bollerslev (1989).

El gráfico adjunto muestra la estimación de la volatilidad de la serie de flujos netos hacia fondos de inversión dedicados a renta variable, correspondiente al conjunto de la región. Se aprecia una clara reducción de la volatilidad que se mantiene estable en niveles bajos desde 2000. Además, el estimador de la persistencia de la volatilidad, que debe estar entre cero y uno (mayor persistencia cuanto más próximo a uno), es 0,88. En otras palabras, la persistencia de la volatilidad es elevada, así, periodos de baja volatilidad como el actual vendrán seguidos de bajas volatilidades, y viceversa. No obstante, este coeficiente es relativamente bajo en relación a las estimaciones obtenidas generalmente para series financieras, más próximas al 0,95. Esta característica se repite en el análisis de las series por países, con estimaciones de la persistencia entre 0,61 (Colombia) y 0,89 (Perú).

### ¿Co-movimiento o integración? ¿Factores locales o globales?

Muchas veces, erróneamente, se habla de una mayor (o menor) integración de los mercados basándose en la correlación entre índices o los rendimientos de determinados activos. Lo que realmente se observa en algunos casos, es un mayor co-movimiento entre los diferentes mercados de capitales, ya que dos países pueden estar perfectamente integrados y su correlación ser baja por el simple hecho de que su estructura industrial es totalmente diferente. De todas formas, hoy en día existe una mayor integración de los mercados que hace 15 años. En el gráfico adjunto se aprecia que el co-movimiento entre los mercados emergentes y los desarrollados es elevado. Sin embargo, al analizar la región de América Latina por separado, se observa un menor co-movimiento con el mercado global, incluso diríamos que su comportamiento diverge del mercado global.

Ante este comportamiento resulta interesante determinar en qué medida los niveles actuales de las cotizaciones de ciertos activos en mercados emergentes pueden ser explicadas a partir de la integración con mercados desarrollados o si por el contrario tienen su origen en factores locales. La respuesta a esta cuestión depende, en buena medida de los niveles de los mercados emergentes ante cambios en las condiciones internacionales. Este aspecto es especialmente relevante, dado que el actual exceso de liquidez internacional está presionando las rentabilidades en los mercados desarrollados a la baja, dando lugar a la búsqueda de inversiones alternativas en economías emergentes. Si estas condiciones cambiaran y se redujera el volumen de flujos ¿volverían los mercados emergentes a la situación anterior o las reformas efectuadas en estos países son suficientes para sostener la situación actual de los mercados en la región? En concreto, trataremos de responder a esta cuestión mediante un análisis de datos de panel para los spreads de América Latina.

Utilizando técnicas de datos de panel se han analizado los principales determinantes de los spreads para siete países del área (Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela). Para ello se han considerado datos trimestrales desde el segundo trimestre de 1999 hasta el segundo trimestre de 2005 (la muestra incluye 25 observaciones por país), al ser el periodo más amplio para el que se dispone de una muestra común.

Tras analizar la literatura que ha desarrollado análisis empíricos con diferenciales soberanos se observa una gran diversidad en cuanto a las variables exógenas utilizadas. En este sentido los artículos de Beck (2001) o García-Herrero y Ortiz (2005) constituyen una buena referencia. No obstante, los regresores que determinan la evolución del spread a medio plazo se pueden agrupar en tres grandes categorías. En primer lugar, se suelen considerar variables exógenas de tipo macroeconómico como son el crecimiento del PIB, la inflación, el tipo de cambio real, la apertura comercial de la economía o el volumen de reservas reales. Tras diversas pruebas se ha incorporado en el análisis la inflación, que frecuentemente se emplea como aproximación de la calidad de la gestión económica. En una segunda categoría, se encuentran las variables de solvencia de cada

país. Después de evaluar la modelización con diversas variables de este tipo, se ha optado por la utilización del cociente entre reservas e importaciones, que empíricamente muestra una relación inversa con los spreads. En tercer lugar, también es relevante el empleo de variables que aproximen los niveles de las tasas de interés internacionales, ya que existe una relación positiva entre éstas y los diferenciales, pese a que esta relación se puede romper durante las crisis financieras. En este sentido, se ha considerado el tipo de interés a 10 años de EEUU y el índice VIX, que, al ser la volatilidad implícita de los contratos de opciones sobre el S&P500, proporciona una buena medida de la incertidumbre de los mercados y, por lo tanto tiene una relación positiva con los diferenciales<sup>4</sup>.

En los cuadros adjuntos se incluyen los resultados de diferentes estimaciones realizadas mediante un *pool* con variables ficticias para cada país y estimación robusta de las varianzas. En el primer cuadro se muestran los resultados para toda el área con las cuatro variables explicativas, que son significativas y se incorporan con signos esperados. Respecto a la sensibilidad del EMBI a los factores internacionales, según el modelo un aumento de 1% del tipo a 10 años en EEUU daría lugar a un incremento de un 2% en el spread de la región, mientras la respuesta al cambio en un punto porcentual de la volatilidad del S&P 500, es del 3%. En relación a las variables locales, un aumento de un 1% en la inflación daría lugar a un incremento del 4% en el EMBI, que por otra parte resulta muy sensible a la variación de las reservas sobre importaciones. Con respecto a las estimaciones, el modelo generalmente sobreestima ligeramente la última parte de la muestra, tal y como se puede observar, por ejemplo, en el gráfico adjunto para el EMBI de México. Este es un argumento a favor de la hipótesis de un posible cambio estructural de las series de diferenciales, ya que mediante los factores locales y globales incorporados en la muestra desde 1999 no se puede captar todo el descenso de los EMBI de los últimos dos años.

También resulta interesante replicar este ejercicio utilizando únicamente datos de México y Chile, ya que estos dos países mostraban un comportamiento diferente, posiblemente debido a una mayor vinculación con la economía de EEUU. Los resultados muestran una mayor sensibilidad de estos dos países a cambios en el tipo de interés a 10 años en EEUU. Un cambio de un punto porcentual en el tipo de interés da lugar a un incremento del 13% en el EMBI. Aunque el VIX y la inflación son robustos al cambio de la región considerada, la variable de solvencia local representada por las reservas sobre importaciones ha aumentado notablemente su sensibilidad. En resumen, pese a la relevancia de los factores globales en la determinación del diferencial EMBI, existen factores locales que podrían sostener a esta variable ante posibles alteraciones futuras de las condiciones de liquidez internacional. Por otro lado, un análisis de los datos para los cinco países restantes muestra un efecto no significativo de las dos variables internacionales, mientras que los dos factores locales son significativos y con los signos esperados.

Por lo tanto, si se efectúa un análisis para la región, los factores locales y globales son relevantes, aunque si se analiza por separado México y Chile, aumenta la sensibilidad a los factores internacionales. En cualquier paso, se puede concluir que los factores locales podrían contrarrestar los efectos que pudieran ocasionar futuros cambios en las condiciones de liquidez internacionales.

- Beck, R., 2001, Do Country Fundamentals Explain Emerging Market Bond Spreads?; Working Paper n.2001/02, Center for Financial Studies, Frankfurt.
- Bekaert, G. y C.R. Harvey, 2000, Capital Flows and the Behavior of Emerging Market Equity Returns; en Sebastian Edwards, ed. Capital Flows to Emerging Markets (University of Chicago and NBER, Chicago).
- Bollerslev, T. (1986), Generalized Autoregressive Conditional Heteroscedasticity, Journal of Econometrics 31, 307-327.
- García-Herrero, A. y A. Ortiz, 2005, The Role of Global Risk Aversion in Explaining Latin American Sovereign Spreads; Documento de Trabajo n.0505, Banco de España.
- Tesar, L. y I. Werner, 1995, U.S. equity investment in emerging stock markets, World bank Economic Review 9, n° 1, 109-130.

<sup>4</sup> Por último, se considera un cuarto grupo de variables que describen características de los bonos como son el volumen o el plazo. La no disponibilidad de datos ha impedido el uso de variables de este tipo en el análisis.

### Variable dependiente: Log(EMBI) de toda el área (7 países)

	Coef.	t	P> t	Cte. País Pb
Inflación	0,04	6,69	0,00	
VIX	0,03	1,86	0,11	
Tipo 10 años (EEUU)	0,02	1,65	0,15	
Reservas s/ imp.	-0,12	-1,83	0,11	
BRA	-1,28	-17,06	0,00	454
CHI	-2,73	-73,52	0,00	106
COL	-1,57	-30,98	0,00	340
MEX	-2,44	-9,63	0,00	142
PER	-1,32	-14,19	0,00	437
VEN	-1,63	-19,17	0,00	320
constante (ARG)	7,40	6,06	0,00	1.631

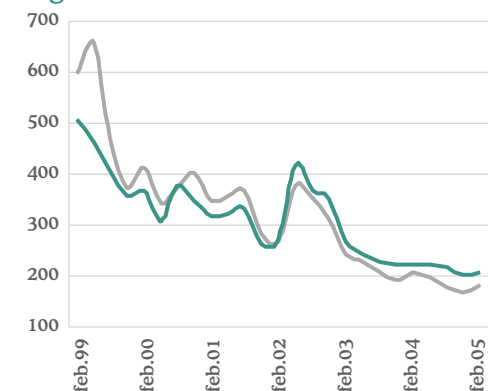
R<sup>2</sup>= 0.85  
Fuente: BBVA

### Variable dependiente: Log(EMBI) de México y Chile

	Coef.	t	P> t
Inflación	0,06	20,80	0,03
VIX	0,04	224,09	0,00
Tipo 10 años (EEUU)	0,13	27,58	0,02
Reservas s/ imp.	-0,20	-21,58	0,03
CHI	-0,97	-101,74	0,01
constante(MEX)	3,61	75,68	0,01

R<sup>2</sup>= 0.97  
Fuente: BBVA

### Spread EMBI México: estimación y serie original



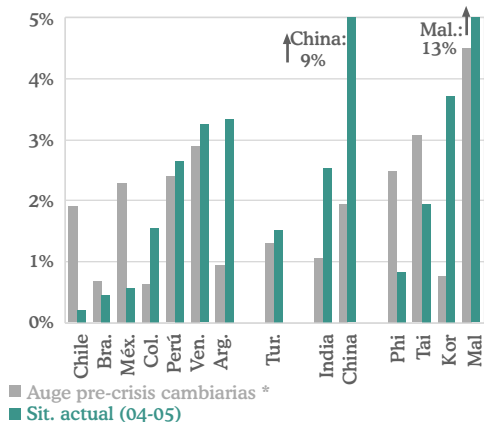
■ Serie original  
■ Estimación

Fuente: JP Morgan y BBVA

Luciana Taft  
 lucia.taft@grupobbva.com  
 Eva Calle  
 eva.calle@grupobbva.com

## Acumulación de reservas

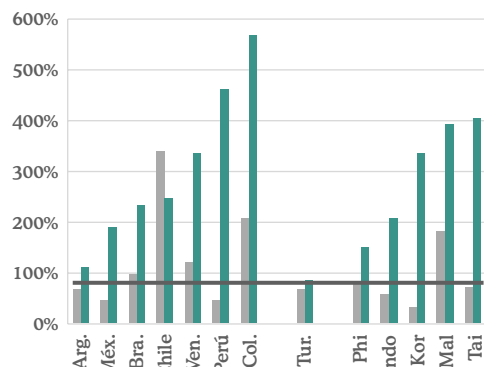
(en % del producto)



\* Latam: post tequila hasta crisis rusa; Turquía: 93-devaluación lira en 2001; Asia y resto: 93-crisis asiática en 1997.  
 Fuente: BBVA en base a IIF y Datastream

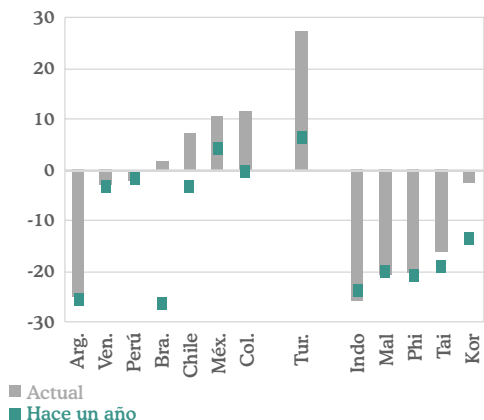
## Reservas como % del stock de deuda externa de corto plazo

(vencimiento inferior a un año)



\* Se computa el año previo ruptura del régimen cambiario en cada uno de los países.  
 Fuente: BBVA en base a IIF

## Desviación del tipo de cambio efectivo real respecto a su nivel de equilibrio de largo plazo según la PPA \*



\* Un signo positivo implica una sobrevaloración real.  
 Fuente: BBVA

# Análisis de la acumulación de reservas en las economías emergentes

En los últimos dos años, los flujos de reservas han adoptado un papel protagonista en la evolución de los flujos internacionales de capitales. La acumulación de reservas de los mercados emergentes ha sido significativa, en particular en la región latinoamericana, aunque con algunas diferencias entre países. Así, Perú, Venezuela y Argentina han sido los que más reservas han acumulado en términos del PIB. Resulta difícil determinar cuál es el *stock* óptimo de reservas. El Fondo Monetario Internacional (FMI) ha analizado algunas medidas de “nivel adecuado de reservas”<sup>1</sup>, como por ejemplo el ratio de reservas sobre importaciones o sobre la deuda externa de corto plazo (con vencimiento inferior a un año). El FMI identifica a este último como el indicador relevante en el contexto de los últimos años, en el que las crisis cambiarias y de balanza de pagos han estado más asociadas a la financiación en los mercados de capitales, que a la financiación vía capitales comerciales. Resulta ilustrativa la comparación del *ratio* en los períodos inmediatamente previos a las crisis cambiarias (y en algunos casos, crisis de deuda) con la situación actual en cada uno de los países (ver gráfico). Además de observar un aumento significativo bastante generalizado, se aprecia que el ratio supera en muchos casos cotas que podrían calificarse de suficientes para afrontar los vencimientos a corto y medio plazo<sup>2</sup>. Sin embargo, como se analiza más adelante, esta “holgura” de reservas resulta positiva desde el punto de vista de la solvencia y del coste de financiación exterior y, por tanto, favorece el crecimiento.

El fenómeno de acumulación importante de reservas no es nuevo en América Latina. Tras el colapso de los mercados financieros latinoamericanos con la crisis mexicana en 1994-95 y previo a la crisis rusa, la adquisición de reservas también había sido importante, en especial en los tres países mencionados anteriormente. ¿Por qué, entonces, llama la atención el comportamiento reciente?. En aquellos años, América Latina presentaba características bastante diferentes a las actuales. Así, la cuenta corriente mostraba un elevado déficit (en torno a 4% del PIB), más que financiado con abultadas entradas netas de capitales. En un contexto de regímenes cambiarios fijos o semifijos, esta situación redundaba en una variación positiva de las reservas internacionales.

Pero las cosas han cambiado mucho. Con la crisis rusa, que desencadenó en un *sudden stop* de flujos de capitales hacia emergentes, América Latina entró en un severo período de ajuste de la actividad. Se sucedieron varias crisis de deuda y devaluaciones bruscas, con rupturas de la mayoría de los regímenes cambiarios de la región, que pasaron a ser formalmente más flexibles, con la excepción de Venezuela. El déficit corriente corrigió en 2 p.p del PIB en el plazo de 2 años volviéndose positivo, aun en la actualidad<sup>3</sup>. En otras economías emergentes la evolución no ha sido muy diferente. En particular, la región asiática también ha experimentado un severo ajuste de su balanza de pagos tras la crisis financiera de 1997 con importantes ajustes cambiarios que fueron dotados, en general, de mayor flexibilidad<sup>4</sup>. Aunque la diferencia con América Latina es que las entradas netas por la cuenta financiera han vuelto a ser significativas (ver primer artículo). Ello, con un superávit corriente del 4% del PIB, ayuda a explicar por qué los países asiáticos son lo que podría calificarse como los acumuladores de reserva por excelencia.

Ahora bien, en este contexto se plantean algunos interrogantes para el futuro: ¿tiene límites esta creciente compra de reservas?, ¿es el refle-

<sup>1</sup> Ver Beaufort Wijnholds J.O., A. Kapteyn (2001), Reserve Adequacy in Emerging Market Economies, *IMF Working Paper 01/143*.  
<sup>2</sup> Turquía y Argentina son los países con las crisis más recientes, en 2001 y 2002 respectivamente. Lo anterior ayuda a explicar los menores ratios en comparación con el resto de países de la muestra, más allá de que aun presentan vulnerabilidades desde el punto de vista de la deuda externa.  
<sup>3</sup> Impulsado en muchos casos por un choque positivo en los términos de intercambio.  
<sup>4</sup> En la actualidad, Hong Kong sigue manteniendo un régimen de tipo de cambio fijo (*Currency Board*). China, Malasia y Singapur tienen sus divisas vinculadas a una cesta.

jo del denominado “miedo a flotar” en medio de un contexto de tipos de cambio en teoría más flexibles?, ¿plantea alguna inconsistencia con las políticas domésticas, en particular, con la política monetaria?.

### ¿Por qué acumulan reservas los bancos centrales?

La variación de reservas que permiten las autoridades monetarias se produce por una variedad de objetivos, no necesariamente excluyentes. En el pasado, los estudios se centraban en justificar los episodios de desacumulación de reservas para defender un régimen cambiario determinado y tratar de retrasar una crisis que, finalmente, resultaba inevitable. Evidentemente, el límite de esta actuación estaba fijado por el propio *stock* de reservas del país.

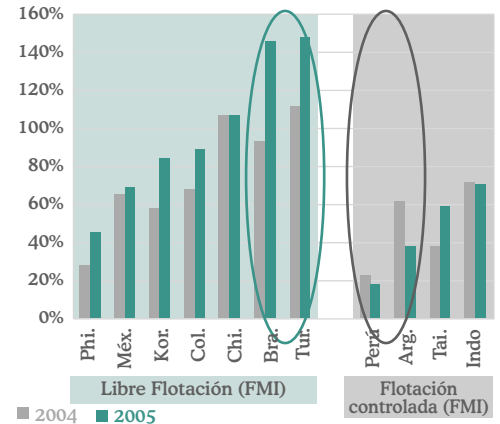
Pero en la actualidad las presiones sobre las divisas son apreciatorias y, en consecuencia, los objetivos difieren de los de entonces. Tres son las principales razones que dan los Bancos Centrales para intervenir activamente en los mercados de divisas, de acuerdo a una encuesta reciente realizada por el BIS<sup>5</sup>. La primera de ellas es lo que se podría denominar un objetivo de nivel. Es decir, mantener un tipo de cambio competitivo para impulsar así el sector exterior y el crecimiento. Sin embargo, el Tipo de Cambio Efectivo Real (ITCER), variable relevante para la competitividad, no se puede controlar por períodos prolongados de tiempo. El intento por evitar una apreciación nominal se traduce en la compra de reservas que lleva a una expansión de la base monetaria y, dada la demanda de dinero de la economía, un aumento de la inflación que contribuye al ajuste real del tipo de cambio. De momento, la experiencia reciente refleja que, en general, los países que contaban con tipos de cambio infravalorados un año atrás han mantenido esta situación<sup>6</sup>. Destacan Argentina y la mayoría de los países asiáticos que son, justamente, los países que más reservas han acumulado en el último año en términos de su producto.

La segunda de las razones es un objetivo de volatilidad cambiaria. Es decir, renunciar en menor o mayor medida al tipo de cambio como un precio de ajuste en la economía. Este “miedo a flotar”, aun en períodos de presiones apreciatorias, ha sido la pauta reciente en algunos países emergentes. Dividiendo la muestra según la clasificación del FMI, se obtiene que dentro de los “más flotadores” según este organismo, Brasil y Turquía han sido los que más volatilidad han permitido recientemente en sus divisas, a la vez que éstas se apreciaban<sup>7</sup>. Por el contrario, dentro del grupo con flotación sucia, Perú y Argentina destacan por su escasa volatilidad que, además, se ha reducido en el último año (ver gráfico). Ahora bien, la posición de sus respectivas divisas respecto a al equilibrio es muy diferente. La infravaloración del peso argentino podría estar reflejando un sesgo hacia el primer objetivo, esto es, la competitividad del sector exportador. El caso peruano, por su parte, sin aparentes desviaciones respecto a su nivel de largo plazo, posiblemente responda a la restricción que impone el aun elevado grado de dolarización de la economía. En este caso, evitar bruscos efectos de hoja de balance resulta clave para la estabilidad macroeconómica, reflejando la dificultad de flotar en una economía bimonetaria. En todo caso, según se aprecia en el gráfico para Perú, nivel y volatilidad parecen ser dos caras de la misma moneda.

La tercera y última razón consiste en la acumulación de reservas internacionales en momentos favorables de flujos como el actual, con el objetivo de mejorar la solvencia exterior. Ello parece quedar claro en el anterior gráfico de ratios de reservas sobre deuda externa de corto plazo. Actualmente, se percibe que el mundo emergente se encuentra relativamente “blindado” ante una coyuntura financiera internacional desfavorable. Este hecho ha permitido la mejora en las calificaciones crediticias de un elevado número de países en el último año y medio y una reducción persistente y significativa del coste de financiación internacional.

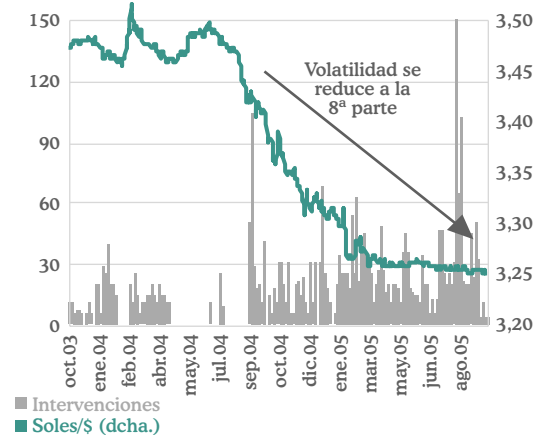
<sup>5</sup> Ver BIS (mayo 2005), *Foreign exchange market intervention in emerging markets: motives, techniques and implications*, BIS Paper No. 24.  
<sup>6</sup> En la muestra de países analizados en este artículo, Brasil y Corea son la excepción (ver gráfico).  
<sup>7</sup> Aun que ambos han intervenido puntualmente en el mercado de divisas.

### Volatilidad media anualizada, relativa a la volatilidad del dólar euro



Fuente: BBVA

### Perú: intervenciones y tipo de cambio del sol/\$



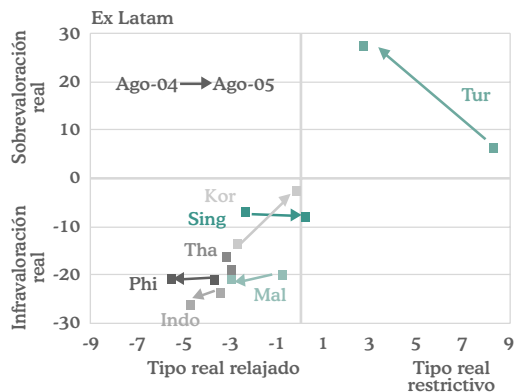
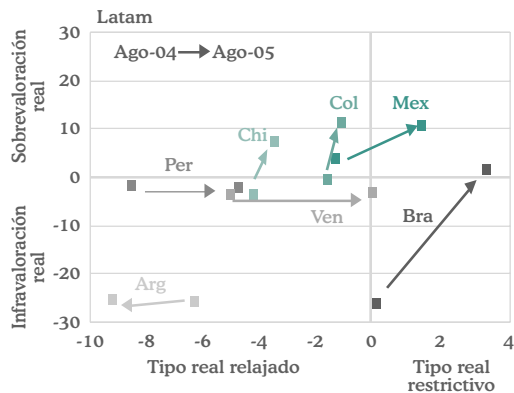
Fuente: BBVA en base a Bloomberg

### Distribución de vencimientos de los instrumentos emitidos por los Bancos Centrales (% del total)

	Menos de 6 meses	6 meses a 1 año	1 a 3 años	Más de 3 años
Kor	5	17	66	13
Phi	—	6	—	94
Mal	51	49	—	—
Tai	—	100	—	—
Arg	El plazo promedio es de 3 meses			
Perú	8	51	41	—
Ven	100	—	—	—

Fuente: BBVA en base a Monhaty et al (2005) y Fuentes Nacionales

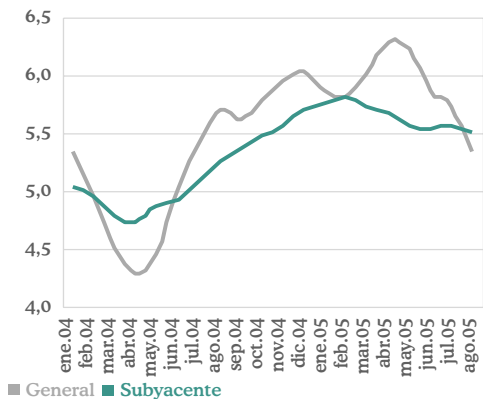
### Sobrevaloración real cambiaria y diferencial del tipo de interés real respecto a su media histórica\*



\* El cuadro inferior izquierdo implica unas condiciones monetarias relajadas tanto por tipos de interés real como por tipo de cambio real.

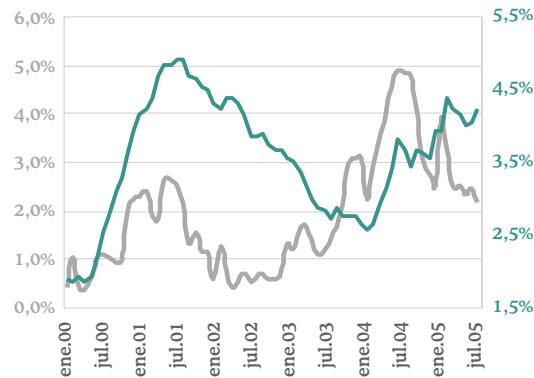
Fuente: BBVA

### Inflación general y subyacente en Latam (% anual)



Fuente: BBVA en base a Bloomberg, Datastream y Fuentes Nacionales

### Inflación en Asia\*



\* Media ponderada de China, Indonesia, Tailandia, Singapur, Filipinas, Malasia y Corea.

Fuente: BBVA en base a Fuentes Nacionales

### ¿Un dilema para la política monetaria?

La compra de reservas por parte de los bancos centrales se traduce inicialmente en un aumento del *stock* de circulante monetario en la economía. Esto, en principio, implica una relajación de las condiciones monetarias. En un contexto como el actual de elevado crecimiento económico, en el cual las economías emergentes estarían en una fase avanzada del ciclo económico, la política de intervenciones podría implicar un potencial problema para la política monetaria y el control de la inflación. Así, la forma en la que usualmente responden los bancos centrales es a través de una política de esterilización para drenar del mercado los posibles excesos de liquidez. En el caso particular de América Latina, destaca la política de esterilización de Argentina y Perú, los dos países “más intervencionistas”. Así, por ejemplo, en lo que llevamos de año el Banco Central de Argentina (BCRA) ha esterilizado prácticamente la totalidad de la liquidez inyectada en el mercado. Por su parte, el Banco Central de Perú (BCRP), ha aumentado considerablemente la emisión de los Certificados de Depósitos (instrumentos de esterilización). El *stock* representa actualmente alrededor del 80% de la base monetaria, en comparación con el 50% en 2003.

Ahora bien, en teoría es difícil mantener por períodos prolongados de tiempo esta política de intervenciones esterilizadas. Antes o después, el mercado debería comenzar a demandar mayores tipos de interés en los instrumentos de esterilización y/o menores plazos. El aumento de tipos atraería más flujos, los cuales volverían a generar presiones apreciatorias, dando paso a nuevas intervenciones. Si, además, disminuyen los plazos, podría implicar algún problema de financiación para el Banco Central. De hecho, observando la estructura de estos vencimientos, más allá de que suelen ser activos relativamente de corto plazo, puede preocupar en cierta manera la concentración en los plazos más cortos (ver tabla). A pesar de la política de creciente esterilización, los tipos de interés se encuentran, en la mayoría de los casos, en niveles reducidos desde una perspectiva histórica. En especial, en aquellos países que más están interviniendo en sus mercados de divisas. Nuevamente, Perú y Argentina forman parte de este grupo, al igual que muchos de los países asiáticos. Además, en los casos en los que el tipo de cambio se mantiene en niveles infravalorados se generan unas condiciones monetarias aun más relajadas (ver gráficos). Argentina parece un claro ejemplo que, además, en el último año ha incrementado su grado de relajación monetaria, al contrario que el resto de países de la región y de forma similar a muchos asiáticos.

Ahora bien, esta reacción de algunos bancos centrales que, a priori, podría calificarse como “lenta” no se está reflejando, de momento, en un balance negativo en la evolución y en las expectativas de inflación para el conjunto de América Latina. No sorprende que los elevados niveles de tipos en Brasil y México, que ya han iniciado el ciclo bajista, junto con la fortaleza cambiaria han hecho cada vez más probable los cumplimientos de las respectivas metas de inflación. Pero incluso en países como Perú no sólo la inflación se mantiene contenida sino que se ha desacelerado de manera importante en el último año. Esta se sitúa en torno al 1,2% en la general e inferior al 1% en la subyacente, muy por debajo del objetivo del BCRP (2,5%). Distinta es la historia de Argentina con una inflación en torno al 10% y sin expectativas de mejora a corto plazo. En este caso, sin cambios en la política monetaria, la inflación hará poco a poco el trabajo de ajustar la infravaloración cambiaria. Es en el caso de la región asiática donde se observa la aparición de ciertas presiones inflacionistas de forma más generalizada. Excluyendo a China, con gran parte de precios controlados, la inflación se ha acelerado en torno a 1,5 p.p en el último año, mientras que muchos de los países, como Tailandia, Filipinas, Malasia o Indonesia, se encuentran por encima del objetivo.

Con todo, la experiencia reciente indica que la política permanente de intervenciones esterilizadas parece tener algún límite. Sobre todo en los países que persiguen niveles muy competitivos en sus divisas y, a la vez, objetivos de inflación controlada. Ellos sí que parecen estar atravesando por un dilema de política monetaria.



## Contexto Internacional

	PIB Real (%)				Inflación (% , fin de año)			
	2003	2004	2005	2006	2003	2004	2005	2006
EE.UU.	3,0	4,4	3,6	3,2	1,9	3,3	3,1	2,8
UEM	0,7	1,7	1,3	2,0	2,0	2,4	2,2	1,9
Japón	1,4	2,7	2,0	2,5	-0,4	0,2	0,0	0,3
China	9,3	9,5	9,3	8,5	1,2	3,9	2,5	2,5

	Tasa oficial (% , fin de período)				Tipo de cambio (frente \$ , fin de período)			
	30/09/05	dic-05	jun-06	dic-06	30/09/05	dic-05	jun-06	dic-06
EE.UU.	3,75	4,25	4,75	4,75				
UEM (\$/€)	2,00	2,00	2,00	2,50	1,20	1,22	1,22	1,21
Japón (yenes/\$)	0,10	0,10	0,10	0,10	114	105	104	102
China (cny/\$)	5,58	5,58	5,80	5,80	8,09	8,05	7,90	7,75

## América Latina

	PIB Real (%)				Inflación (% , fin de año)			
	2003	2004	2005	2006	2003	2004	2005	2006
Argentina	8,8	9,0	8,0	5,5	3,7	6,1	10,9	10,0
Brasil	0,5	4,9	3,3	3,0	9,3	7,6	5,2	5,0
Chile	3,7	6,1	6,3	5,3	1,1	2,4	3,8	2,7
Colombia	4,1	4,1	4,2	3,5	6,5	5,5	4,9	4,5
México	1,4	4,4	3,0	3,0	4,0	5,2	3,8	3,7
Perú	4,0	4,8	5,7	4,7	2,5	3,5	1,8	2,5
Uruguay	2,2	12,3	5,5	n.d.	10,2	7,6	5,5	n.d.
Venezuela	-9,2	17,9	7,3	2,0	27,1	19,2	16,8	15,3
LATAM <sup>1</sup>	1,7	5,9	4,4	3,5	7,1	6,8	5,9	5,5
LATAM Ex-México	1,8	6,5	4,9	3,7	8,3	7,3	6,7	6,2

	Saldo sector público (% PIB)				Saldo cuenta corriente (% PIB)			
	2003	2004	2005	2006	2003	2004	2005	2006
Argentina <sup>2</sup>	2,3	3,9	3,7	3,4	6,0	2,2	1,4	1,4
Brasil	-3,6	-2,5	-3,0	-3,0	0,8	1,9	1,8	1,0
Chile <sup>2</sup>	0,0	2,5	4,2	2,6	-1,5	1,5	0,5	-1,0
Colombia	-2,7	-1,3	-1,6	-2,0	-1,3	-1,0	0,9	-2,3
México	-0,6	-0,3	-0,1	0,0	-1,3	-1,1	-1,1	-1,3
Perú	-1,7	-1,1	-1,0	-1,0	-1,5	0,0	-0,1	-0,5
Uruguay	-3,2	-1,8	-2,5	n.d.	-0,5	-0,8	0,6	n.d.
Venezuela <sup>2</sup>	-5,1	-1,9	-0,9	-1,6	10,3	14,1	14,1	8,7
LATAM <sup>1</sup>	-1,7	-0,8	-0,8	-0,9	0,8	1,3	1,4	0,4
LATAM Ex-México	-2,5	-1,0	-1,2	-1,3	2,2	2,6	2,7	1,4

<sup>1</sup> Media de los 8 países mencionados. <sup>2</sup> Gobierno Central

	Tipo de cambio (frente \$ , fin de año)				Tasas de Interés (% , fin de año) <sup>3</sup>			
	2003	2004	2005	2006	2003	2004	2005	2006
Argentina	2,96	2,99	2,90	2,90	3,7	3,1	6,0	10,0
Brasil	2,89	2,72	2,40	2,90	16,5	17,8	18,8	16,0
Chile	603	576	545	545	2,3	2,3	4,5	6,3
Colombia	2865	2404	2300	2496	8,0	7,8	7,0	7,3
México	11,24	11,15	11,06	11,64	6,0	8,7	8,5	7,7
Perú	3,47	3,28	3,27	3,30	2,5	3,0	3,3	4,3
Uruguay	29,19	26,56	25,50	n.d.	7,5	5,7	n.d.	n.d.
Venezuela	1600	1920	2150	2150	15,1	12,4	12,2	11,9

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

## Argentina

	2004	2005p	2006p	2004	2005p	2006p
PIB (%)	9,0	8,0	5,5	4,9	3,3	3,0
Inflación (% fin de año)	6,1	10,9	10,0	7,6	5,2	5,0
Balanza comercial (m.M. \$)	13,2	10,1	8,5	33,7	41,0	30,0
Cuenta corriente (% PIB)	2,2	1,4	1,4	1,9	1,8	1,0
Reservas (m.M. \$, fin de año)	19,6	26,5	33,4	52,7	55,0	55,0
Tipo de cambio (fin de año vs US\$)	2,99	2,90	2,90	2,72	2,40	2,90
Saldo sector público (% PIB) <sup>1</sup>	3,9	3,7	3,4	-2,5	-3,0	-3,0
Tasa de interés (fin de año) <sup>2</sup>	3,1	6,0	10,0	17,8	18,8	16,0
T. cambio efectivo real (fin de año, dic-97=100)	50	54	61	65	76	64

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

## Brasil

## Chile

	2004	2005p	2006p
PIB (%)	6,1	6,3	5,3
Inflación (% fin de año)	2,4	3,8	2,7
Balanza comercial (m.M. \$)	9,0	9,0	6,2
Cuenta corriente (% PIB)	1,5	0,5	-1,0
Reservas (m.M. \$, fin de año)	16,0	16,0	16,0
Tipo de cambio (fin de año vs US\$)	576	545	545
Saldo sector público (% PIB) <sup>1</sup>	2,5	4,2	2,6
Tasa de interés (fin de año) <sup>2</sup>	2,3	4,5	6,3
T. cambio efectivo real (fin de año, dic-97=100)	84	90	91

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

## Colombia

	2004	2005p	2006p
PIB (%)	4,1	4,2	3,5
Inflación (% fin de año)	5,5	4,9	4,5
Balanza comercial (m.M. \$)	1,4	2,7	-1,3
Cuenta corriente (% PIB)	-1,0	0,9	-2,3
Reservas (m.M. \$, fin de año)	13,5	15,6	15,9
Tipo de cambio (fin de año vs US\$)	2404	2300	2496
Saldo sector público (% PIB) <sup>1</sup>	-1,3	-1,6	-2,0
Tasa de interés (fin de año) <sup>2</sup>	7,8	7,0	7,3
T. cambio efectivo real (fin de año, dic-97=100)	83	90	84

## México

	2004	2005p	2006p
PIB (%)	4,4	3,0	3,0
Inflación (% fin de año)	5,2	3,8	3,7
Balanza comercial (m.M. \$)	-8,8	-9,3	-10,8
Cuenta corriente (% PIB)	-1,1	-1,1	-1,3
Reservas (m.M. \$, fin de año)	61,5	64,0	63,0
Tipo de cambio (fin de año vs US\$)	11,15	11,06	11,64
Saldo sector público (% PIB)	-0,3	-0,1	0,0
Tasa de interés (fin de año) <sup>2</sup>	8,7	8,5	7,7
T. cambio efectivo real (fin de año, dic-97=100)	107	110	105

2/ México: Cetes a 28 días; Perú: tasa interbancaria

## Perú

	2004	2005p	2006p
PIB (%)	4,8	5,7	4,7
Inflación (% fin de año)	3,5	1,8	2,5
Balanza comercial (m.M. \$)	2,8	3,5	3,0
Cuenta corriente (% PIB)	0,0	-0,1	-0,5
Reservas (m.M. \$, fin de año)	12,6	14,2	15,0
Tipo de cambio (fin de año vs US\$)	3,28	3,27	3,30
Saldo sector público (% PIB)	-1,1	-1,0	-1,0
Tasa de interés (fin de año) <sup>2</sup>	3,0	3,3	4,3
T. cambio efectivo real (fin de año, dic-97=100)	90	90	90

## Uruguay

	2003	2004	2005p
PIB (%)	2,2	12,3	5,5
Inflación (% fin de año)	10,2	7,6	5,5
Balanza comercial (m.M. \$)	0,2	0,0	0,0
Cuenta corriente (% PIB)	-0,5	-0,8	0,6
Reservas (m.M. \$, fin de año)	1,9	2,3	n.d.
Tipo de cambio (fin de año vs US\$)	29,19	26,56	25,50
Saldo sector público (% PIB) <sup>1</sup>	-3,2	-1,8	-2,5
Tasa de interés (fin de año) <sup>2</sup>	7,5	5,7	n.d.
T. cambio efectivo real (fin de año, dic-97=100)	75	81	81

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

## Venezuela

	2004	2005p	2006p
PIB (%)	17,9	7,3	2,0
Inflación (% fin de año)	19,2	16,8	15,3
Balanza comercial (m.M. \$)	21,4	25,4	20,7
Cuenta corriente (% PIB)	14,1	14,1	8,7
Reservas (m.M. \$, fin de año)	24,1	26,6	25,4
Tipo de cambio (fin de año vs US\$)	1920	2150	2150
Saldo sector público (% PIB) <sup>1</sup>	-1,9	-0,9	-1,6
Tasa de interés (fin de año) <sup>2</sup>	12,4	12,2	11,9
T. cambio efectivo real (fin de año, dic-97=100)	91	92	105

# Presentaciones del Servicio de Estudios Económicos

## Bogotá [www.bbva.com.co](http://www.bbva.com.co)

Título	Institución- Cliente	Lugar y fecha
Coyuntura Macroeconómica y Financiera	Mercedes Benz	Bogotá, Jul. 05
Macroeconomic and Financial Overview	SAP-Miller	Bogotá, Jul. 05
Entorno Macroeconómico	BID	Bogotá, Ago. 05
Coyuntura y Perspectivas Macro	Coca Cola	Bogotá, Ago. 05
Perspectivas Económicas 2005 - 2006	Cientes Tesorería	Bogotá, Ago. 05
Sobre la Noción de Justicia	Universidad Externado de Colombia	Bogotá, Sep. 05

## Buenos Aires [www.bancofrances.com.ar](http://www.bancofrances.com.ar)

Título	Institución- Cliente	Lugar y fecha
El Desempeño Económico de la Argentina y la Dinámica de Deuda Post-Reestructuración	Seminario «La reestructuración de la Deuda Argentina» 6/7/05, organizado por el Cronista Comercial	Buenos Aires, Jul. 05
Panorama Macroeconómico y Perspectivas Argentina 2005 - 2006 Política Cambiaria, Inflación y Crecimiento	ATC Asoc. Tucumana de Citrus Universidad de Ciencias Económicas	San Miguel de Tucumán, Jul. 05 Mar del Plata, Ago. 05
Panorama Macroeconómico 2006	Peugeot Citroën Argentina	Buenos Aires, Sep. 05
Perspectivas Macroeconómicas 2005-2006 y actividad de la Construcción	Salón Inmobiliario y Préstamos Personales para Clientes BBVA Banco Frances	Buenos Aires, Sep. 05

## Caracas [www.provincial.com](http://www.provincial.com)

Título	Institución- Cliente	Lugar y fecha
Perspectivas Macroeconómicas 2005-2006	Empresas Polar	Caracas, Jun. 05
Escenario macroeconómico y su Impacto en el Sector Industrial	Reunión de Clientes	Valencia, Jun. 05
Perspectivas de Corto, Mediano y Largo Plazo	Banca Mayorista Global	Caracas, Jul. 05
Perspectivas Macroeconómicas y Mercado Petrolero	Repsol YPF	Caracas, Sep. 05
Venezuela: Economic Outlook 2005-2007	Banca Mayorista Global	Caracas, Sep. 05

## Lima [www.bbvabancocontinental.com](http://www.bbvabancocontinental.com)

Título	Institución- Cliente	Lugar y fecha
Necesidades Fiscales y Reforma: Una Visión Agregada	USAID / PHR Plus Perú / National Democracy Institute / Fondo de Población de las Naciones Unidas	Lima, Jul. 05
Situación Económica	Banca Mayorista Global	Lima, Jul. 05
El Futuro del Dólar	Cámara Comercio Americana del Perú	Lima, Ago. 05
Situación Económica	Essalud	Lima, Ago. 05
Situación Económica	Banca Minorista	Lima, Sep. 05

## Madrid [www.bbva.com](http://www.bbva.com)

Título	Institución- Cliente	Lugar y fecha
Vivienda y Endeudamiento de las Familias	UIMP Santander	Madrid, Jul. 05
Previsiones Macroeconómicas y Financieras	Banca de Empresas	Barcelona, Jul. 05
Situación y Perspectivas del Sistema Bancario Español	FMI	Madrid, Jul. 05
Strategic Options for a European Bank at Home and Abroad	Instituto BAFT	Nueva York, Jul. 05
Lecciones de Internacionalización	Instituto de Empresa	Madrid, Jul. 05
La emergencia de China: retos y oportunidades para América Latina	Seminario BBVA-China	Lima, Sep. 05
China en el Mediano Plazo: Riesgos de un Modelo de Expansión Sostenida	Seminario BBVA-China	Lima, Sep. 05
La Integración de la Economía Española en Europa	Cámara Comercio de España	Lima, Sep. 05

## México [www.bancomer.com](http://www.bancomer.com)

Título	Institución- Cliente	Lugar y fecha
Hacia las elecciones Presidenciales de 2006	Observatorio Empresarial Latinoamericano	México D.F., Jul. 05
Escenario económico y financiero en México 2005-2007	Clientes Corporativos y de Empresas	México D.F., Jul. 05
Escenario económico y financiero en México 2005-2007	Hipotecaria Nacional	S.L.P., Ago. 05
Mercados Globales	Jornadas de Mercados Globales	Querétaro, Sep. 05
El Potencial de la Vivienda en México	Riesgos Madrid	México D.F., Sep. 05

## Estados Unidos [www.bancomer.com](http://www.bancomer.com)

Título	Institución- Cliente	Lugar y fecha
Entorno Macroeconómico de Estados Unidos	Comité Estrategia y de Fondos	México D.F., Ago. 05
Entorno Macroeconómico de Estados Unidos	Jornadas Tesorería	México D.F., Sep. 05
Impacto del Huracán Katrina	Varios comités	México D.F., Sep. 05
Escenario Macroeconómico de Estados Unidos 2005-2007	Servicio de Estudios Económicos	México D.F., Sep. 05

## Santiago de Chile [www.bhif.cl](http://www.bhif.cl)

Título	Institución- Cliente	Lugar y fecha
Chile: de la recuperación al crecimiento	Ejecutivos Cías. de Seguros	Santiago, Jul. 05
Chile: de la recuperación al crecimiento	Clientes BBVA	La Serena, Jul. 05
Perspectivas económicas de Chile	SEE Madrid	Madrid, Ago. 05
Panorama de la Competitividad de América Latina	CIEPLAN	Santiago, Ago. 05
Perspectivas económicas y sector exportador	Exportadores, clientes BBVA	Santiago, Ago. 05

## Interesados dirigirse a:

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

Depósito Legal: M-31252-2000

### Servicio de Estudios Económicos:

Director:

José Luis Escrivá

Subdirector:

David Taguas

Economistas Jefe:

Latam y Mercados Emergentes: Javier Santiso

Argentina: Ernesto Gaba

Chile: Joaquín Vial

Colombia: Daniel Castellanos

Perú: David Tuesta

Venezuela: Giovanni di Placido

Norteamérica: Jorge Sicilia

Estados Unidos: Nathaniel Karp

México: Adolfo Albo

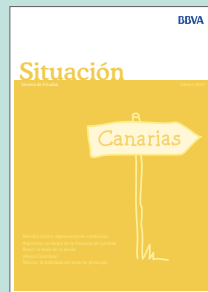
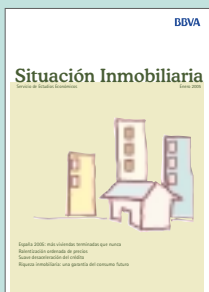
Europa: Manuel Balmaseda

Análisis Sectorial: Carmen Hernansanz

Escenarios Financieros: Mayte Ledo

Flujos de Capital: Sonsoles Castillo

## 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.