

# Latinwatch

Servicio de Estudios Económicos

Primer trimestre 2006



América Latina: moderada desaceleración en 2006  
¿Calma después de la tormenta en el mercado petrolero?  
Los nuevos países emergentes  
IED en América Latina: presente y futuro  
Brasil: tipo de interés estructural y coyuntura económica



# Indice

Fecha de cierre: 16 de enero de 2006

|   |    |
|---|----|
| <b>Editorial</b>  | 2  |
| <b>I. Entorno Internacional</b>   | 3  |
| Perspectivas para la región   | 3  |
| <b>II. Entorno Macroeconómico</b>   | 7  |
| Crecimiento potencial en América Latina                                     | 7  |
| Repercusión de la gripe aviar en los mercados<br>de carne de América Latina | 9  |
| ¿Calma después de la tormenta en el mercado petrolero?                      | 11 |
| Materias Primas   | 13 |
| <b>III. Bajo la lupa</b>  | 14 |
| – Los nuevos países emergentes  | 14 |
| – IED en América Latina: presente y futuro                                  | 17 |
| – Brasil: tipo de interés estructural<br>y coyuntura económica              | 20 |
| <b>IV. Estadísticas y proyecciones</b>                                      | 23 |
| <b>V. Índice de actividades</b>   |    |

## Han elaborado esta publicación:

Luis Carranza

Javier Amador

Miguel Cardoso

Sonsoles Castillo

Giovanni di Placido

Nathaniel Karp

Mayte Ledo

Ya Lan Liu

David Martínez

Alejandro Neut

Eduardo Pedreira

Juan A. Rodríguez

j.amador@bbva.bancomer.com

miguel.cardoso@grupobbva.com

s.castillo@grupobbva.com

giovanni\_diplacido@provincial.com

n.karp@bbva.bancomer.com

teresa.ledo@grupobbva.com

yalan@grupobbva.com

dmartinez@grupobbva.com

alejandro.neut@bbvany.com

eduardo.pedreira@grupobbva.com

ja.rodriguez@grupobbva.com

## Editorial

Durante 2005, la región continuó registrando un buen desempeño, con un avance del PIB del 4,4%. La actividad económica, al igual que en 2004, siguió creciendo de manera sincronizada, beneficiándose de un contexto externo positivo, caracterizado por condiciones de elevada liquidez internacional, crecimiento de la demanda mundial y el importante incremento en los precios de las materias primas (el índice BBVA-MAP creció un 28%). El contexto externo favorable también se reflejó en fuertes presiones de apreciación cambiaria, que, con la excepción de Chile, fueron controladas a través de una mayor o menor acumulación de reservas. Esta situación se vio acompañada de políticas monetarias internas relativamente laxas, salvo en México y Brasil. Por el lado fiscal, a pesar de la mejora relativa en las cuentas públicas, los mayores ingresos se produjeron de forma paralela a crecientes gastos, debilitando la posición estructural, menos en el caso de Chile, que sigue una regla específica en este sentido. Las suaves correcciones de la liquidez internacional y de los precios de las materias primas (ver artículos en este número), deberían impactar marginalmente sobre el crecimiento de la región en el 2006, pero la demanda externa seguirá siendo el mínimo común denominador del crecimiento en la región, que mantendría por tercer año consecutivo una cifra notable de avance (4,1%). Esta ligera desaceleración se podría agravar si el contexto electoral afecta más de lo esperado a la demanda interna. La combinación de políticas económicas cambiará ligeramente, esperando un ligero impulso fiscal en un intenso año electoral, pero con correcciones en la postura monetaria, pasando a una posición menos expansiva, con las excepciones de México y Brasil, que parten de posiciones más restrictivas que el resto de países (ver artículo sobre el caso brasileño más adelante).

En una perspectiva de medio plazo, podemos ver que después de la crisis de finales de los noventa, la región ha registrado, entre otras mejoras, un periodo de crecimiento más estable, con reducciones en la inflación, mejoras en la posición fiscal corriente, menores niveles de endeudamiento externo neto, incremento del grado de apertura comercial y un menor grado de vulnerabilidad del sistema financiero. Ello ha redundado en una mayor atracción de inversión extranjera directa (ver artículo específico sobre IED). Si bien es cierto que esto es positivo, también es cierto que se han hecho pocos esfuerzos por retomar las reformas estructurales que quedaron pendientes en la década pasada. Tal como se puede apreciar en el recuadro sobre el crecimiento potencial de América Latina, las actuales tasas de crecimiento están por encima de los niveles potenciales y no son compatibles con la productividad de la región y la poca capacidad para generar ahorro interno. Ante la desaceleración de la economía mundial y de persistir las políticas expansivas en los países para mantener altas tasas de crecimiento, se podrían empezar a observar mayores tasas de inflación en el medio plazo (la estimación para 2005 y la previsión para 2006 son del 6%).

Durante el presente año casi todos los países estrenarán y/o elegirán nuevos gobiernos. En Bolivia, Evo Morales asumirá el cargo a finales de enero, mientras que en Chile, Michelle Bachelet fue recientemente elegida. Si bien es cierto que en Venezuela y Colombia las actuales tendencias apuntan a una continuación de los actuales presidentes, en el resto de países la situación no es tan clara. Estos procesos políticos, centrales en un sistema democrático, ayudan a dar estabilidad a los países, aunque podrían generar algo de volatilidad en los mercados financieros y en mayor o menor medida postergar las decisiones de inversión y consumo de los agentes. Los nuevos gobiernos deberán mantener un balance entre políticas económicas que mantengan los equilibrios fundamentales y entre políticas sociales que ayuden a aliviar la pobreza. Con escenarios externos menos favorables en el medio plazo, la variable clave que podría cuadrar el círculo es la eficiencia del gasto público. Los nuevos gobiernos deberán reformar los procesos internos de asignación de recursos públicos, de tal forma que se ofrezcan mejores servicios con los mismos recursos, se den mejores prioridades dentro del gasto de inversión pública y se reduzcan las filtraciones de los programas sociales. Esta reforma silenciosa no tendrá costes políticos, pero sí requerirá una fuerte voluntad política y apoyo del poder legislativo para las modificaciones necesarias, tanto a nivel del gobierno central como de gobiernos descentralizados, para reformar la administración pública. En el próximo Latinwatch se dará especial atención a los procesos electorales.

## I. Entorno internacional

### Un mundo diferente

Una de las características principales de 2005 ha sido el balance positivo en crecimiento económico a pesar del aumento de los precios del petróleo. La coincidencia en el tiempo de ambos factores podría responder a un incremento de la demanda mundial, que se estaría traduciendo en un significativo dinamismo de los flujos de comercio y en un aumento de los precios de las materias primas, principalmente energéticas y metálicas. Por tanto, el choque que estaría teniendo lugar no tendría su origen en el encarecimiento del crudo, sino que estaría derivado de la creciente incorporación al comercio y a la actividad de nuevos países, que suponen casi la mitad de la población mundial (ver artículo más adelante).

En la vertiente de la oferta, el aumento relativo de la fuerza de trabajo está provocando un menor crecimiento de los salarios, que compensaría parcialmente el aumento del coste energético y que supone un factor global de contención de las presiones inflacionistas. Esto ha permitido a los bancos centrales mantener una elevada liquidez en momentos de alto crecimiento económico, sin que las perspectivas de avance de los precios en el medio plazo hayan repuntado. Sólo en países con fases cíclicas más adelantadas estas expectativas han experimentado un repunte por el temor a la aparición de efectos de segunda ronda derivados del encarecimiento de la energía. A pesar de ello, los tipos de largo plazo se mantienen bajos, reflejo de la credibilidad anti-inflacionista de las autoridades monetarias.

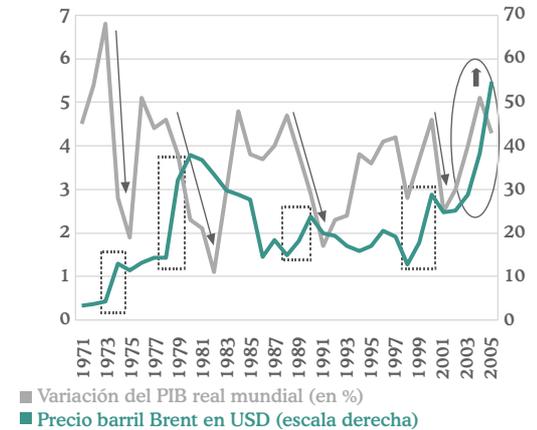
### Continuidad en el crecimiento sólido

En 2006, el dinamismo económico en conjunto será similar al del año precedente, pero con una composición algo diferente. En Estados Unidos esperamos una desaceleración de su crecimiento del 3,6% al 2,8%. Detrás de esta evolución estarían principalmente dos factores. Por un lado, el comportamiento del mercado inmobiliario. Si bien algunos indicadores sugieren que la actividad en este sector permanece fuerte, otro creciente número apunta, tras las sucesivas alzas de tipos de interés, a una moderación en la demanda de vivienda y sugieren que la prevista desaceleración está cerca. Por otro lado, la moderación del dinamismo en el consumo privado. Su evolución vendría condicionada por una menor expansión del ingreso real disponible por la convergencia de la productividad con su tendencia de largo plazo (2-2,5%), una creación de empleo más moderada ante la mayor cautela de las empresas, el enfriamiento del sector inmobiliario (efecto riqueza) y una tasa de ahorro negativa. En este escenario para la demanda interna, y considerando que la inversión productiva podría no compensar la moderación en la inmobiliaria, asistiríamos a una menor expansión de las importaciones de bienes, reduciéndose el déficit por cuenta corriente estadounidense en 2006 y 2007. En contraste, prevemos que el déficit fiscal aumentará el primer año por los gastos de reconstrucción de las zonas afectadas por los huracanes.

En la Unión Económica y Monetaria (UEM) las perspectivas han mejorado gracias a un contexto internacional favorable y a una divisa que ha frenado este año su apreciación con el dólar. La confianza ha comenzado a repuntar de forma significativa, especialmente en Alemania, lo que permite esperar una recuperación de la actividad hacia tasas del 2,0% en 2006, tras el avance del 1,3% el año anterior. No obstante, la incertidumbre acerca del crecimiento europeo no se ha disipado por completo.

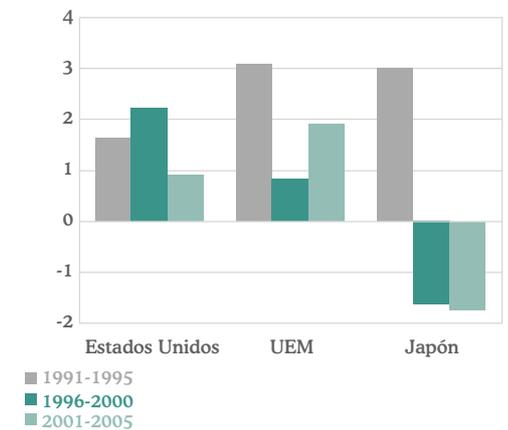
El sudeste asiático y particularmente China, que acaba de revisar al alza el valor de su producción agregada, seguirán mostrando tasas próximas al promedio elevado de los últimos años. La cuarta economía del mundo mantendrá un dinamismo notable de la inversión, consistente con un modelo de expansión que busca el desarrollo de plata-

### Crecimiento mundial y precio del petróleo



Fuente: BBVA a partir de FMI y Bloomberg; \*Previsión

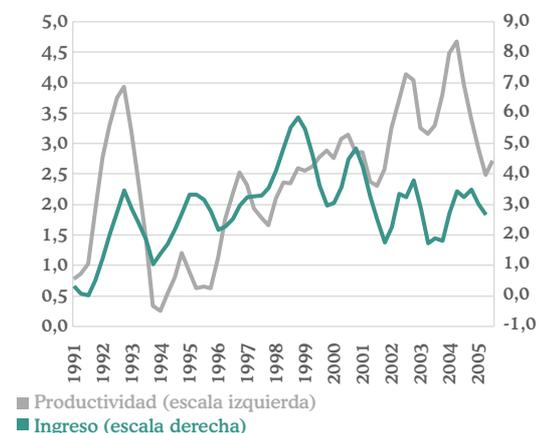
### Costes laborales unitarios (tasa de crecimiento medio en %)



Fuente: BBVA en base a estadísticas nacionales

### Productividad no agrícola e ingreso real disponible en Estados Unidos

(tasa media anual en %)



Fuente: BLS, BEA

## Precios de producción y de consumo

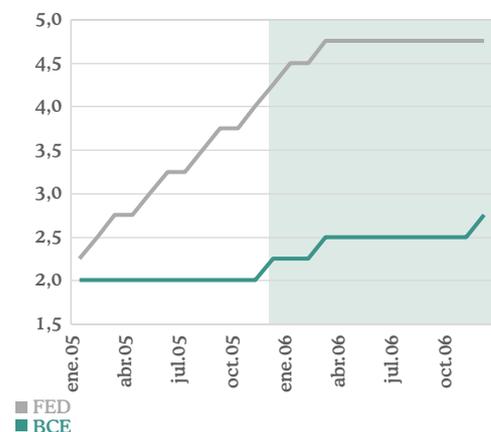
(subyacente; tasa de variación anual en %)



Fuente: BLS

## Estados Unidos y UEM: Tipos oficiales y previsiones

(en %)



Fuente: BBVA

formas exportadoras, mientras que previsiblemente el gasto en consumo de las familias seguirá mostrando una pauta moderada. Por su parte, Japón podría recoger en 2006 el impacto positivo del crecimiento en la zona, recuperando tasas de avance cercanas a su potencial.

Otras regiones seguirán beneficiándose del choque en términos de intercambio que ha supuesto el encarecimiento de las materias primas que exportan, ya que los precios de estos productos, aunque se moderarán respecto a 2005, seguirán siendo elevados. Es el caso de Oriente Medio, que podrá mantener tasas de crecimiento en el entorno del 5% y que, dado el moderado crecimiento de la inversión en capital físico, podrían registrar el mayor superávit por cuenta corriente entre los países emergentes.

### Ajuste paulatino de las políticas monetarias

En el contexto anterior, en el que el ritmo de crecimiento mundial en 2006 se mantendrá elevado, es previsible que los bancos centrales adopten una política menos expansiva. Sin embargo, dado que la prioridad de las autoridades monetarias es el control de las expectativas sobre los precios, y éstas en términos generales se mantienen moderadas, anticipa que el ajuste de tipos de interés será paulatino, descartando un escenario de fuerte ajuste en las economías.

En Estados Unidos, nuestros modelos indican que la inflación subyacente mantendrá una tendencia moderada al alza durante 2006 (2,5%), derivada de la transmisión retardada de los mayores costes de producción a precios finales. La posición de la economía en el actual ciclo de expansión, con el mercado laboral fortaleciéndose, el notable crecimiento de la productividad y la baja capacidad ociosa imponen riesgos al alza, pero la flexibilidad de los mercados, la elevada competencia, los bajos precios externos, la absorción de mayores costes ante los elevados márgenes y, principalmente, las expectativas de inflación ancladas, acotarán estos aumentos. Bajo estos parámetros, y con una inflación general esperada del 2,8% para 2006, prevemos que la Reserva Federal situará los tipos de interés oficiales en niveles del 4,75% en el primer trimestre de 2006, niveles de mayor neutralidad monetaria en los que podría detener el proceso de subidas iniciado en junio de 2004.

En la UEM, aunque el Banco Central Europeo inició el ciclo alcista de tipos en diciembre de 2005, justificado en el crecimiento monetario y el temor a un deterioro de las expectativas de inflación, no parece probable que se produzcan subidas significativas. Ante las dudas y la incertidumbre acerca del crecimiento futuro de la zona, esperamos que los tipos oficiales se sitúen en el 2,75% al finalizar el año 2006. En Japón, las previsiones no son más agresivas, e incluso la primera subida de tipos podría retrasarse más de lo que descuenta el mercado, que la sitúa a mediados de 2006. El recorrido es limitado, ya que una subida prematura de las tasas de interés podría tener un impacto negativo sobre la salida del proceso deflacionista.

### La globalización y la diversificación financiera apoyan el anclaje de los tipos largos

El aplanamiento que se observa en las curvas de tipos de interés en un contexto generalizado de políticas monetarias menos expansivas, respondería a la confluencia de dos factores. El primero sería la profundización de los flujos de capital, en cuya expansión de los últimos años destaca el incremento en la operativa en bonos. Detrás de esta evolución estarían la incertidumbre en la economía mundial, el ahorro elevado en Europa y Japón por el ciclo de vida, cuestiones regulatorias que afectan principalmente a la operativa de las compañías de seguros o fondos de pensiones, y el desarrollo del mercado corporativo europeo o los mercados de bonos emergentes en moneda local. El segundo factor sería la diversificación en los flujos de capital, ya que un mayor número de agentes y de países participan activamente en el mercado financiero. Así, la dispersión de los saldos de balanza

corriente no sólo no ha disminuido, sino que ha aumentado en los últimos años. El déficit corriente de Estados Unidos está aumentando y entre las economías superavitarias no sólo destacan las del sudeste asiático o Japón, sino también los países exportadores de petróleo.

Esta profundización y diversificación de los flujos de capital podría estar suponiendo, según algunas estimaciones, casi un punto porcentual menos de rentabilidad en el tramo del 10 años. Dado que no se anticipa una inflexión en ambas tendencias y que tampoco existen elementos para pensar en un aumento de la volatilidad nominal y real de las economías, cabe esperar que las rentabilidades de largo plazo se mantengan en niveles bajos. En particular, la curva de deuda en Estados Unidos podría mantenerse prácticamente plana, con tipos a 10 años que terminarían el año 2006 en niveles del 4,9%, y podrían avanzar hacia el 5,1% en 2007, menos de un punto porcentual por encima de su nivel de diciembre de 2005. En la UEM, la rentabilidad del 10 años podría situarse en el 4,0% y en el 4,3% al finalizar 2006 y 2007, respectivamente. Esto implica que va a seguir habiendo un diferencial positivo entre Estados Unidos y la UEM, aunque algo menor que el actual.

### Escasos desalineamientos y diferenciales de tasas, factores claves en divisas

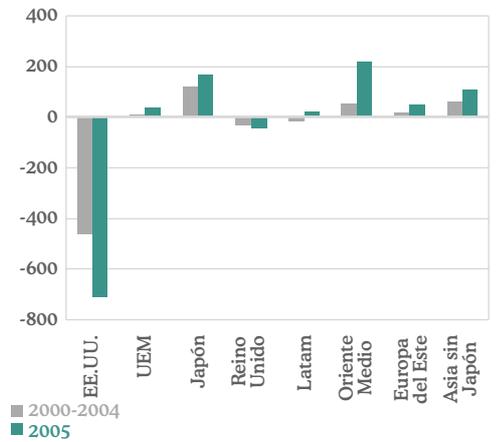
Aunque en menor medida que en 2005, el diferencial de tipos de interés seguirá siendo un factor de soporte para el dólar, a pesar del elevado déficit por cuenta corriente de la economía estadounidense. Sin embargo, es menos probable que esta divisa encuentre factores adicionales de impulso. En este sentido, cabe destacar que los niveles máximos del dólar vistos a finales de los noventa, estuvieron acompañados, desde el punto de vista de los flujos de capital, de un notable dinamismo de la inversión extranjera directa hacia Estados Unidos, que ahora no se está observando. A pesar de que esta economía mantiene diferenciales positivos de productividad con otras áreas, no se percibe en estos momentos que haya un sector que pueda liderar un proceso de inversión similar al que tuvo lugar a finales de los años noventa, vinculado al comportamiento de la tecnología.

En consecuencia, sin grandes impulsos para los próximos dos años, con un soporte en los diferenciales de tipos, y con riesgos de que vuelva a ponderar el déficit corriente en la cotización de la divisa, el dólar se moverá en un rango con el euro que podría situarse en 1,20-1,25 en 2006 y desviarse un 2-3% al alza en 2007. La evolución del resto de divisas estará vinculada a dos factores. El primero de ellos es el hecho de que no se observan grandes desalineamientos entre las actuales cotizaciones cambiarias y la estimación de los niveles de equilibrio de las divisas. El segundo factor son los diferenciales de rentabilidad. Países con altos niveles de tasas de interés seguirán siendo destinos atractivos para los inversores, frente a aquellos con tasas de interés bajas, provocando presiones apreciadoras sobre las divisas de los primeros. Todo ello en ausencia de elementos que provoquen un aumento de la aversión al riesgo, como pudiera ser un episodio de inestabilidad política en alguna economía emergente, un deterioro de sus perspectivas macroeconómicas o un punto de inflexión en las condiciones de liquidez de los mercados financieros internacionales.

### Riesgos sobre el escenario central

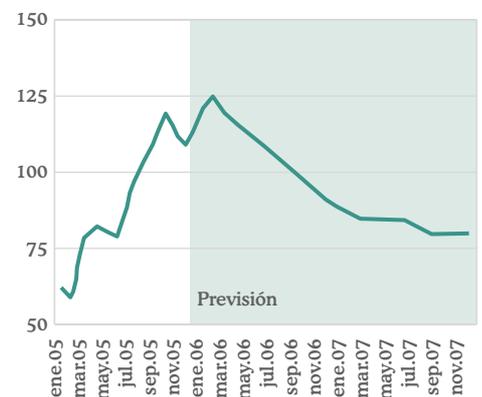
Entre los factores de riesgo globales para 2006 cabe mencionar la desaceleración de alguna de las economías más dinámicas del mundo, especialmente China y Estados Unidos. En el primer caso, su dinamismo actual y la ausencia de señales de claro recalentamiento llevan a asignar una baja probabilidad a un escenario de brusca desaceleración. En el caso estadounidense, los signos de moderación en el sector inmobiliario alertan sobre los riesgos que derivan de un ajuste del precio de los activos, que en caso de producirse podría llevar a una reducción de los tipos de interés en todos los plazos de la

Balanza por cuenta corriente por regiones (miles de millones de USD)



Fuente: BBVA

Diferencial del tipo a 10 años Estados Unidos-UEM (en puntos básicos)



Fuente: BBVA

## América Latina:

### Principales Elecciones 2005-2007

| 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 | Abr. 2007    | Oct. 2005 ✓ |

Fuente: BBVA

curva. Ahora bien, la probabilidad de que se produzca dicho ajuste es limitado, ya que hay factores que podrían compensar el efecto negativo sobre la riqueza de las familias: las condiciones financieras, los niveles de productividad y el comportamiento del mercado laboral.

### La región latinoamericana ante los beneficios de un mundo diferente y el año electoral

En el contexto internacional descrito anteriormente, América Latina encara 2006 con perspectivas de sostener por tercer año consecutivo un crecimiento significativo de forma sincronizada. Las previsiones para los principales países apuntan a una desaceleración en el dinamismo observado en 2005, pero el proceso completo de convergencia hacia los niveles potenciales de crecimiento probablemente no sea todavía un fenómeno mayoritario en la región, siendo algo más evidente sólo en Brasil y México (ver recuadro más adelante).

El impulso de crecimiento que seguirá llegando desde Estados Unidos y Asia, principalmente China, mantendrá los efectos positivos que han venido registrándose de manera generalizada en las cuentas externas y fiscales. El sostenimiento de una fuerte demanda en los mercados de materias primas reduce el riesgo de variaciones bruscas en los términos de intercambio de las economías latinoamericanas, mientras que las condiciones financieras internacionales, aun con políticas monetarias algo más restrictivas, apoyarán un proceso ordenado de desaceleración. De esta forma, el recurso a los mercados todavía encontrará un grado notable de aceptación. En definitiva, en el plano de las condiciones económicas y financieras externas el escenario central puede considerarse, aunque de forma más moderada, nuevamente favorable para América Latina. Los riesgos en contextos alternativos son incuestionables, pero su improbable ocurrencia y la mejor posición estructural de la región con relación a crisis previas permiten un optimismo fundamentado.

La mayor fuente de potencial inestabilidad generalizada en América Latina tendrá en esta ocasión su origen dentro de sus propias fronteras. La celebración de procesos electorales en la práctica totalidad de países supondrá una dosis extra de incertidumbre hasta finales de 2006, que pondrá nuevamente a prueba la confianza de los inversores internacionales y la madurez de los sistemas políticos. Hasta el momento, dentro de la normalidad en el funcionamiento de los mecanismos democráticos, lo más destacado ha sido el reforzamiento de Kirchner en las legislativas argentinas de octubre, el triunfo de Morales en los comicios presidenciales de Bolivia en diciembre y el relevo, a comienzos de este año, de presidente socialista en Chile (entra Bachelet y sale Lagos).

La mayor atención estará puesta, dado su innegable peso e influencia en la región, en el resultado de las elecciones presidenciales en México (julio) y Brasil (octubre). En el primer caso, el interés principal radica en conocer si el nuevo gobierno contará con margen de maniobra suficiente para poner en marcha las reformas estructurales que el país ha esperado la última legislatura. En el caso de Brasil, todos los pronósticos se centran en anticipar el efecto que la corrupción destapada en 2005 tendrá sobre las posibilidades reales de reelección para Lula, que ya hace tres años superó la prueba de fuego con una línea política más ortodoxa de lo esperado.

## II. Entorno macroeconómico

### Crecimiento potencial en América Latina

El conocimiento de las posibilidades productivas de una economía y los principales motores que sostienen su crecimiento son de vital importancia para el diseño de la política macroeconómica. Sin embargo, debido a la falta de datos, el análisis de los determinantes del producto potencial en los diversos países de América Latina ha sido casi nulo. Ante el reciente esfuerzo de diversas organizaciones, que ha hecho posible el acceso a mayores y más completas bases de datos, el presente recuadro tiene como objetivo ayudar a incrementar un poco nuestro conocimiento sobre el crecimiento potencial de la región.

#### Metodología

Para estimar el crecimiento potencial de América Latina empleamos dos metodologías diferentes. La primera se basa en la utilización del filtro de Hodrick y Prescott (HP)<sup>1</sup>. Esta técnica goza de una aceptación general y rápidamente se puede resumir como sigue: cualquier serie de tiempo ( $y_t$ ) es la suma de un componente cíclico ( $y_t^c$ ) y otro de crecimiento ( $y_t^g$ ). El objetivo del filtro es obtener ( $y_t^g$ ) tal que la siguiente función de pérdida sea minimizada:

$$\sum_{t=1}^T (y_t^c)^2 + \lambda \sum_{t=1}^T [(y_{t+1}^g - y_t^g) - (y_t^g - y_{t-1}^g)]^2$$

donde lambda ( $\lambda$ ) es una constante que determina la "suavidad" de la tendencia. En la práctica, el filtro simplemente elimina las fluctuaciones de baja frecuencia y enfatiza las observadas a lo largo de todo el ciclo económico.

De particular importancia es la determinación del valor de  $\lambda$ . Si éste es demasiado elevado, el resultado del filtro tiende hacia una línea recta. Si por el contrario, su valor es muy bajo, la serie que se obtiene tiende a incluir un mayor número de variaciones. En general, presentamos estimaciones con dos valores diferentes de  $\lambda$  para tratar de acotar los valores de crecimiento potencial: el recomendado por Hodrick y Prescott para datos anuales (100) y otro mucho más bajo recomendado por Maravall y del Río (6,7)<sup>2</sup>.

Aunque el filtro HP es relativamente útil para determinar el crecimiento potencial, no dice absolutamente nada sobre las fuentes de dicho crecimiento. Para tratar de comprender qué motores impulsan a las economías de la región, utilizamos un segundo método que se basa en la estimación de una función de producción Cobb-Douglas:

$$Y_t = A_t K_t^\alpha L_t^{1-\alpha} \quad 0 < \alpha < 1$$

donde  $Y$  representa el producto,  $A$  es la productividad total de los factores (PTF),  $K$  es el capital físico,  $L$  el factor trabajo y  $\alpha$  es la participación del capital en el ingreso, que se asume igual a 0,3 en todos los países. A partir de aquí, el proceso que seguimos es el siguiente: primero se obtiene la PTF como residuo utilizando la función producción y los datos de PIB, capital y empleo disponibles. Después, el cálculo del PIB potencial se realiza con los datos suavizados de la PTF obtenida anteriormente y una estimación del *stock* de empleo y capital potencialmente utilizables.

Para el factor trabajo, la práctica normal es calcular la tasa de desempleo congruente con una inflación estable (NAIRU por sus siglas en inglés) y multiplicar una versión suavizada de ésta por la fuerza de trabajo. Nosotros utilizamos una *proxy*

para sustituir la NAIRU y simplemente calculamos la tendencia de la tasa de desempleo para los diversos países de la región. Por último, asumimos que el *stock* de capital es utilizado completamente en cualquier momento del tiempo.

#### Datos

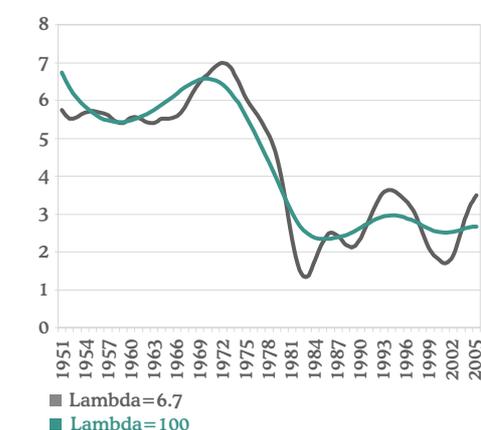
Los datos que utilizamos para la estimación provienen en su mayoría de la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) e incluyen a 7 de las mayores economías de la región: Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela.

La serie del PIB cubre el período 1950-2002 y ha sido actualizada hasta 2005 utilizando datos de la contabilidad nacional de cada país y nuestras previsiones para este último año. El cálculo del producto total del área latinoamericana, y de todas las demás series agregadas, se realiza utilizando como ponderación los pesos implícitos en los datos de PIB en dólares corrigiendo por la paridad del poder de compra, disponibles en la página web del *Groningen Growth and Development Centre*<sup>3</sup>. Con respecto al cómputo de la función de producción, los datos de capital físico provienen también de la CEPAL. Por otro lado, aunque dicha serie está disponible desde 1950, la segunda estimación se realiza sólo desde 1980 debido a la restricción impuesta por la escasez en los datos de empleo. En particular, únicamente tenemos series de tasa de desempleo para todos los países desde 1980.

#### Resultados

Empezamos por la estimación con el filtro HP. En la gráfica más abajo se muestra la tasa de crecimiento del PIB potencial desde 1951 hasta 2005. A simple vista podemos identificar tres períodos: el primero abarca desde principios de los años 50 hasta el inicio de la década de los 70 y se caracteriza por un alto crecimiento en torno al 6%. El segundo, entre 1972 y 1982, parece un período de transición hacia el tercero y marca el comienzo de un crecimiento potencial relativamente bajo en la región en torno al 2,5-3%. Este cambio en el nivel de las tasas de crecimiento también ha sido acompañado por una mayor volatilidad. En este sentido, la desviación estándar porcentual con respecto al potencial

Tasas de crecimiento del PIB Potencial  
(incremento porcentual anual)



Fuente: BBVA

<sup>1</sup> Ver Hodrick y Prescott (1997).

<sup>2</sup> Ver Maravall y Del Río (2001).

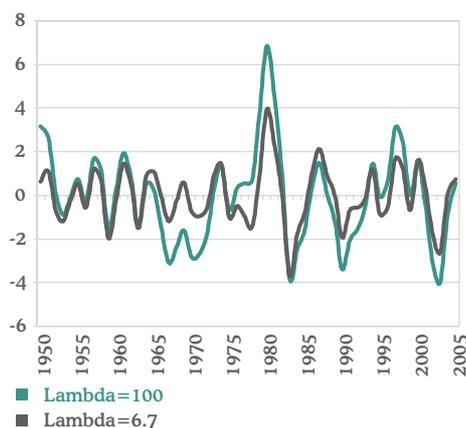
<sup>3</sup> Disponibles en <http://www.ggd.net>.

durante el período 1980-2005 representa casi el doble de lo observado durante el resto de la muestra. Por lo tanto, América Latina ha sufrido en dos aspectos: menor crecimiento y mayor incertidumbre.

Respecto a la situación actual de la región, 2005 ha marcado el segundo año consecutivo en el que América Latina crecerá por encima de su potencial. Dado que los últimos datos de la serie presentada sitúan el crecimiento potencial alrededor del 3% y que nuestras proyecciones para la región implican un incremento agregado en torno al 4% en 2006, esperamos que dicha situación se prolongue un año más y que la brecha entre PIB potencial y corriente siga incrementándose, aunque a un menor ritmo.

### Componente cíclico

(Desviaciones porcentuales respecto a tendencia)



Fuente: BBVA

Por otro lado, dado que sabemos que América Latina ha sufrido bajas tasas de crecimiento durante los últimos 25 años, cabe preguntarse cuáles han sido los principales problemas de la región. Nuestra estimación del PIB potencial a través de la función producción Cobb-Douglas ayuda a aclarar algunas cosas.

Primero, como se puede observar en las tablas posteriores, el bajo crecimiento en la región se ha dado incluso cuando la aportación del factor trabajo ha sido positiva (superior a 1,5 puntos porcentuales). Para saber si éste es un número relativamente alto, basta observar lo acontecido en Europa desde 1960.<sup>4</sup> Alrededor de este año, Francia y Alemania tenían ingresos similares a los actuales en Argentina o México. Desde 1960 y hasta 1980, la población en edad de trabajar de Europa, creció un 73%. En nuestro período de muestra, la misma población en América Latina creció un 77%. Sin embargo, la aportación del empleo al crecimiento fue menor a los 0,2 puntos porcentuales en Europa durante el período 1960-1980. Inclusive, en años recientes, cuando la importancia de este factor se ha incrementado en la UE, su aportación sigue siendo 3 veces menor a la observada en América Latina. Desafortunadamente, las previsiones de Naciones Unidas apuntan a una desaceleración en las tasas de crecimiento y para algunos países, como es el caso de México, se espera que dicha población alcance un máximo alrededor del 2030. A partir de ahí, el factor trabajo sólo podrá contribuir a través de mejoras en el funcionamiento de su mercado. Por lo tanto, comienza a

haber cierta urgencia para aprovechar el gran empuje poblacional lo más rápido posible.

### Contribución al Crecimiento Potencial

| Lambda=6.7 | Crecimiento |               |         |         |
|------------|-------------|---------------|---------|---------|
|            | Potencial   | Productividad | Trabajo | Capital |
| 1981-1985  | 1,2%        | -2,3%         | 2,0%    | 1,5%    |
| 1986-1990  | 2,4%        | -0,8%         | 2,2%    | 1,0%    |
| 1991-1995  | 2,9%        | 0,5%          | 1,6%    | 0,9%    |
| 1996-2000  | 2,6%        | 0,2%          | 1,4%    | 1,0%    |
| 2001-2005  | 2,4%        | 0,1%          | 1,6%    | 0,7%    |

| Lambda=100 | Crecimiento |               |         |         |
|------------|-------------|---------------|---------|---------|
|            | Potencial   | Productividad | Trabajo | Capital |
| 1981-1985  | 1,9%        | -1,8%         | 2,2%    | 1,5%    |
| 1986-1990  | 2,1%        | -0,9%         | 2,0%    | 1,0%    |
| 1991-1995  | 3,0%        | 0,5%          | 1,7%    | 0,9%    |
| 1996-2000  | 2,6%        | 0,2%          | 1,5%    | 1,0%    |
| 2001-2005  | 2,4%        | 0,2%          | 1,5%    | 0,7%    |

Con respecto a la aportación del capital al crecimiento, se puede observar que durante los últimos 25 años, ésta ha sido siempre positiva. Con excepción de los primeros cinco años de la muestra, los incrementos en el *stock* de capital han supuesto alrededor de 1 punto porcentual del crecimiento de la región, una aportación comparable a la observada en Europa durante el período 1960-1980. Finalmente, la aportación de la productividad ha sido decepcionante con caídas importantes durante los años 80 y aportaciones cercanas a cero durante los últimos diez años. La poca importancia de la productividad en el crecimiento reciente de la región pudiera deberse a un error de medición. En particular, nuestra medida de empleo podría estar sobrestimando la participación del factor trabajo en el crecimiento de la región. Sin embargo, es difícil imaginar que la falta de mejoras en la productividad no haya sido la principal razón del estancamiento en el crecimiento de América Latina.

### Conclusiones

El crecimiento potencial de la región ha disminuido considerablemente respecto a lo observado entre 1950 y 1970. Dadas las contribuciones positivas de los factores de trabajo y capital, la principal razón para este cambio es una disminución en la tasa de crecimiento de la productividad. Las razones de este descenso escapan el objetivo de este recuadro, pero los relativamente bajos niveles de inversión y la mejorable calidad institucional representan los grandes retos para el futuro de América Latina.

### Bibliografía

- Balmaseda Manuel, J.F. Izquierdo y E. Nieto. 2005. "EMU: Cyclical or structural weakness?" *EuropaWatch* July: 13-18.
- Hodrick, Robert y E.C. Prescott. 1997. "Postwar US Business Cycles: An Empirical Investigation". *Journal of Money, Credit and Banking*.
- Maravall Agustín y A. Del Río. 2001. "Time Aggregation and the Hodrick-Prescott Filter". *Banco de España Working Paper* No. 0108.

<sup>4</sup> Ver Balmaseda, Izquierdo y Nieto (2005).

# Repercusión de la gripe aviar en los mercados de carne de América Latina

## Situación y antecedentes en América Latina

La gripe aviar es una enfermedad muy contagiosa de las aves, que está provocando pérdidas severas a la industria avícola y que, en casos excepcionales, puede transmitirse a los seres humanos. Los brotes altamente patógenos pertenecen al virus tipo A de gripe de los subtipos H5 y H7 y la tasa de mortalidad de las aves de corral infectadas oscila entre el 50% y el 100%. El impacto socioeconómico de la gripe aviar se deriva principalmente de los costes que implican los brotes para los sectores público y privado de los países implicados, así como de las medidas para prevenir y controlar su aparición. Además de la muerte de las aves infectadas, la lucha contra la epidemia requiere el sacrificio de los animales y la aplicación de otras medidas de control (vacunas, recursos humanos, seguimiento y diagnóstico,...), gastos y pérdidas que gravan pesadamente a los productores afectados.

Aunque la enfermedad se ha presentado a lo largo de la historia en intervalos irregulares en todas las regiones del mundo, la última oleada de casos de gripe aviar altamente patógeno ha tenido lugar en Asia. El 19 de diciembre de 2003 se confirmó el brote en la República de Corea, propagándose rápidamente, de tal manera que en enero de 2004 se encontraba presente en Vietnam, Japón, Taiwán, Tailandia, Camboya, Hong Kong y Laos. En febrero de ese mismo año terminó extendiéndose a Indonesia y China en el continente, y Estados Unidos y Canadá fuera de él.

En América Latina, sólo México y Chile se han visto afectados en el pasado. El primero a finales de 1994 y mediados de 1995, cuando se aisló el último virus de alta patogenicidad, y el segundo en 2002. México sufrió la presencia de la enfermedad en la región central de su territorio y estableció de inmediato una campaña nacional para su erradicación, meta que alcanzó en julio de 1995. En Chile, el brote ocurrió exclusivamente en la V Región, concretamente en la provincia de San Antonio. 6 meses después de la detección se consiguió la erradicación de la enfermedad y el reconocimiento de país libre del virus.

## Consecuencias comerciales de la gripe aviar en Asia

La propagación de la gripe aviar en Asia ha mostrado que puede tener consecuencias comerciales capaces de desequilibrar las economías locales afectadas, reducir los ingresos de la avicultura comercial regional y de los pequeños productores, y crear incertidumbre en los mercados internacionales de carne. Debido al cierre de algunos mercados a la importación de productos avícolas y al descenso del consumo de carne de ave en 2004 por los problemas de la gripe, el movimiento internacional de estos productos disminuyó durante el pasado año un 8%, una cifra sin precedentes.

En 2005, sin embargo, el comercio habría repuntado y las Naciones Unidas estiman que este año se recuperará un 11% hasta alcanzar la cifra récord de 8,4 millones de toneladas. Las buenas perspectivas para el comercio están sosteniendo la producción, principalmente en Estados Unidos y Brasil, que, aunque representan el 35% del total de producción mundial, suministran más del 70% de las exportaciones internacionales.

Las repercusiones comerciales directas han sido la subida de los precios internacionales del pollo y el incremento de la demanda de carne de este animal procedente de otros pro-

veedores importantes, como la Unión Europea (UE), y de algunos exportadores no habituales, como Chile y Argentina. Indirectamente, ha contribuido al aumento de la demanda de otras carnes en sustitución del pollo y, en consecuencia, a la escalada de precios internacionales de la carne.

El índice de precios de la carne que elabora la organización de las Naciones Unidas para la agricultura y la alimentación (FAO)<sup>1</sup> subió 106 puntos durante los nueve primeros meses de 2005, impulsados por el alza de los precios de la carne de pollo y vacuno. En este último caso, ha tenido especial relevancia la prohibición actual de importación en Canadá y Estados Unidos, a causa de la preocupación por la Encefalopatía Espongiforme Bovina (EEB).

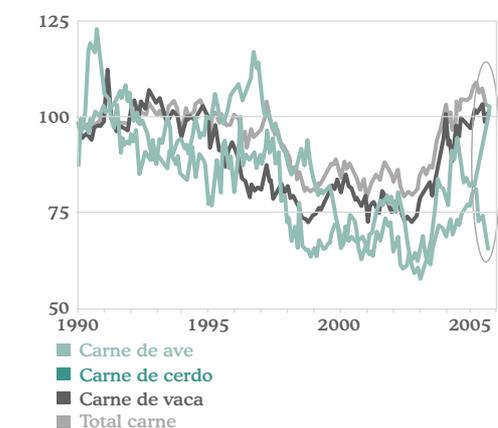
Además, las interrupciones en los suministros de carne de pollo y vacuno han aumentado el consumo y las exportaciones de carne de cerdo. En concreto, se prevé que en el periodo 2001 a 2006, el aumento de la demanda beneficiará a Brasil, Canadá y la UE, con un incremento en sus exportaciones del 115%, 51% y 28%, respectivamente, y a Estados Unidos, que en 2006 puede alcanzar una cuota del 25% de las exportaciones mundiales. Sin embargo, el fuerte aumento de los precios de la carne de cerdo registrado en 2004 se ha frenado en 2005, ya que los consumidores están volviendo a consumir carne de ave y de vacuno a pesar del aumento de los precios.

En una perspectiva de más largo plazo, y en ausencia de una escalada de las enfermedades de animales, se prevé que los precios de la carne bajen en 2006. Uno de los factores principales que podrían hacer bajar los precios de todas las carnes será el levantamiento de la prohibición japonesa de importar carne de vacuno desde los Estados Unidos.

## Repercusión favorable en el comercio de carne de América Latina

La recuperación de la confianza de los consumidores en la carne, combinada con una gradual apertura de los mercados, está llevando a un aumento del comercio en todo el mundo. Un 10% en 2005, según las previsiones de Naciones Unidas, lo que habría llevado a un volumen sin precedentes de 20,8

Índice de precios mensuales de la carne (1990-92=100)



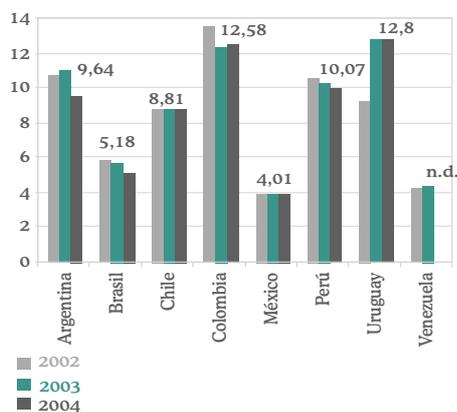
Fuente: FAO (2005)

<sup>1</sup> Este índice se calcula utilizando los precios internacionales indicativos de la carne ponderados en función del comercio. Más detalles sobre la composición del índice en: [www.fao.org](http://www.fao.org).

millones de toneladas. Esto se produce después de que en 2004 se registrara la primera disminución anual en 25 años, a consecuencia de los informes acerca de la EEB y las víctimas humanas relacionadas con la gripe aviar en Asia.

El aumento de la demanda y el comercio mundial de carne tendrán consecuencias favorables para los países de América Latina. Lógicamente, los efectos positivos serán mayores en aquellas economías donde el valor añadido de la producción del sector sea más importante en términos de su contribución al PIB.

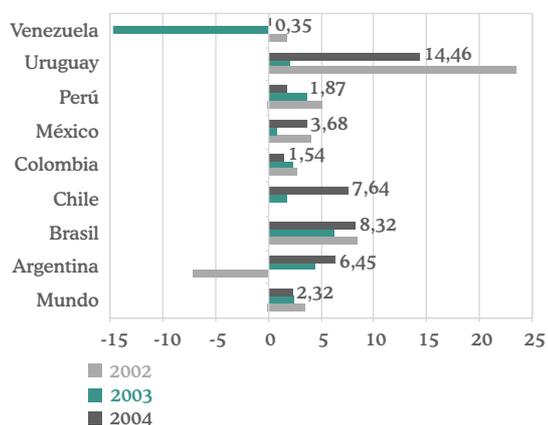
### Valor añadido de producción agrícola<sup>1</sup> en % PIB



<sup>1</sup> Incluye producción de carne  
Fuente: BBVA, WDI

Según las estimaciones de la FAO<sup>2</sup>, la producción mundial de carne habría aumentado en 2005 un 2,5%, hasta llegar a 267 millones de toneladas, y alcanzará un nivel récord en 2006, sostenido por los rendimientos favorables en el sector. Cerca del 80% del aumento se deriva del fuerte crecimiento en la producción orientada a exportaciones de América Latina y la recuperación de la producción en Asia. En 2004, la producción total de carne aumentó por encima de la media mundial en todos los países de América Latina, salvo Colombia, Perú y Venezuela que lo hicieron por debajo del 2%.

### Producción total de carne: variación % interanual



Fuente: BBVA, PSD

Además, la variación de las cuotas de mercado que caracterizan los mercados afectados por los brotes de enfermedades continuó acelerándose en 2005. Según las mismas previsiones, los productos competitivos sudamericanos capturarán el 33% de los mercados mundiales de exportación, frente al 10% hace un decenio.

En concreto, según estimaciones del Departamento de Agricultura de Estados Unidos<sup>3</sup>, las exportaciones de carne de pollo en 2006 se incrementarán un 7%, alcanzando un récord de 7,5 millones de toneladas, debido principalmente al aumento en las exportaciones de Argentina, Brasil, China, Tailandia y Estados Unidos.

En 2004, América Latina suministró el 20% de la producción mundial de carne de pollo en 2004, siendo Brasil el principal productor de la región con una cuota superior al 50%.

Por tanto, Brasil ha sido uno de los más beneficiados por la prohibición de países como Japón de importar de países afectados por la gripe aviar. En los primeros ocho meses de 2005, las exportaciones brasileñas al país nipón aumentaron un 35%, desplazando a Tailandia como principal proveedor, y en 2006 seguirá siendo el líder en volumen de exportaciones por tercer año consecutivo. La producción de carne de pollo en Brasil crecerá más del 5% en 2006, manteniendo la tendencia al alza de los dos últimos años.

Por último, en 2005 los precios internacionales de la carne de vacuno se vieron sostenidos por el fuerte crecimiento de su comercio, que aumentó, según las estimaciones, un 11% hasta 6,7 millones de toneladas. Este incremento se produce después de una disminución del 1% del comercio en 2004, año en el que los importadores no consiguieron reemplazar por completo los productos procedentes de América del Norte, que representaban el 25% de las exportaciones mundiales.

El déficit de suministros y la evolución de los precios en 2005 continuaron viéndose exacerbados por los altos precios internos en la UE, que se mantiene como importador neto por tercer año consecutivo. De hecho, en el conjunto de 2004 y 2005 se importaron cerca de 131 mil toneladas, procedentes en gran medida de América del Sur. El crecimiento anual de las exportaciones en esta región ha alcanzado por término medio entre el 20% y el 40% desde 2003, con un aumento de su participación en las exportaciones mundiales del 17% en 2000 al 43% estimado para 2005.

Es probable que Brasil, que en 2004 llegó a ser el mayor exportador mundial de carne vacuna, aumentara sus envíos en un 22% en 2005, pese a la evolución desfavorable del tipo de cambio, y su participación en las exportaciones mundiales en más de una cuarta parte. Los precios altos y unos acuerdos comerciales bilaterales han aumentado también los envíos de la India y de algunos exportadores no habituales, como Chile.

Ya-Lan Liu  
yalan@grupobbva.com

<sup>2</sup> Ver "September 2005 Meat Market Assessment".

<sup>3</sup> Ver "Livestock and Poultry: World markets and trade" de noviembre de 2005.

## ¿Calma después de la tormenta en el mercado petrolero?

### Dos períodos diferenciados en 2005

El mercado de petróleo registró en 2005 hasta el mes de septiembre un fuerte alza del 60% en el precio del barril de Brent. Dos factores principales explicaron esta evolución. En primer lugar, la visión de un débil equilibrio entre la oferta, con el temor de que no existiera capacidad para contrarrestar la salida de un productor importante, y la demanda, dado el período de alza sostenida de ésta. El segundo elemento fue la temporada de huracanes, que impactó de manera cruenta en el Golfo de México, zona en la que se produce, refina y de la que importa el grueso de crudos y productos Estados Unidos.

Estimación del Precio del petróleo



El escenario anterior dio paso a una situación de mayor calma, en la que el precio del petróleo registró una caída del 11%, para cerrar el año con un promedio de 54,48 dólares el barril. La gran pregunta ahora es: ¿mantendrá el petróleo esta tendencia o por el contrario volverán a incrementarse los precios?

### Visiones sobre el mercado

Los pesimistas (precios altos) piensan que se mantiene el fuerte crecimiento de la economía mundial y de la demanda. Este comportamiento, dada la baja capacidad adicional de producción disponible y la persistencia de las pérdidas de producción por los huracanes, conjuntamente con un mayor riesgo geopolítico asociado a Oriente Medio, podrían explicar un alza sostenida de los precios.

La Energy Information Administration (EIA) del Gobierno Federal de los Estados Unidos estima un precio medio sobre los 63 dólares el barril y el mantenimiento en términos reales en esos niveles para los próximos años.

Los optimistas (precios bajos) se fundamentan en un menor crecimiento de la economía mundial y de la demanda, que a su vez se resienta del impacto de los altos precios, acompañados por una mayor recuperación de los inventarios, mayor capacidad de crecimiento de la oferta

y menor riesgo geopolítico. Para estos, la corrección de los precios va a ser mucho más rápida de lo esperado y tendríamos precios medios cercanos o inferiores a los 50 dólares por barril.

En el corto plazo, los pesimistas tienen ventaja. El año 2006 ha comenzado con expectativas de conflicto entre Rusia y Ucrania al cumplir el primero con la amenaza de cortar el suministro de gas natural al segundo después de que éste rechazara definitivamente el incremento de precio por parte de Rusia. Gazprom, la empresa pública rusa de gas, empezó a bajar la presión en el gasoducto que transporta el carburante destinado para Ucrania, reduciendo los suministros en unos 120 millones de metros cúbicos al día y afectando al resto de Europa, que recibe el 85% del suministro que atraviesa Ucrania,

Esta situación podría impulsar los precios por el posible impacto sobre la demanda de productos, sobre todo por las menores temperaturas observadas en el continente europeo en el comienzo de año. Más allá de constituir un hecho puntual y de corto plazo, se añade al número de potenciales factores de riesgo de cara al futuro.

El otro elemento es el potencial incremento de riesgo geopolítico en Oriente Medio, asociado a la vuelta de Irán por la apuesta nuclear y las precarias condiciones de salud del Primer Ministro de Israel, Ariel Sharon. Ambos factores podrían tener un impacto negativo sobre la estabilidad de la región.

### ¿Qué esperar en 2006?

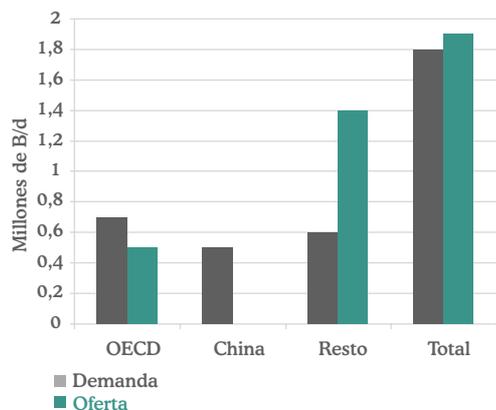
El comportamiento del mercado en 2006 estará a medio camino entre la posición de los optimistas y los pesimistas. Será un año de sólido crecimiento de la economía mundial, con un incremento medio de la demanda de petróleo del 1,8% superior al registrado en 2005, pero con una mejora similar o ligeramente superior por el lado de la oferta.

Profundizando por el lado de la oferta, nos encontramos que a los niveles actuales de precios la reacción de los países productores no es insensible. A un precio estable de 60 dólares reales incorpora una expansión de la oferta de los países no miembros de la OPEP del 40% en los próximos cinco años, al activarse y hacerse viable desde el punto de vista económico el 85% de las reservas de estos países.

Por el contrario, en un escenario de 40 dólares reales el 55% de estas reservas no se desarrollan, y en uno de 20 dólares el 70%. En este ciclo de precios, los países no miembros de la OPEP volverán a jugar un papel central en el crecimiento de la oferta.

De hecho, la OPEP ha anunciado que de cara al segundo trimestre del año es necesario un recorte en la producción de al menos un millón de barriles, ya que estarían en un año de acumulación de inventarios y comienza a evidenciarse una mayor fortaleza por el lado de la oferta.

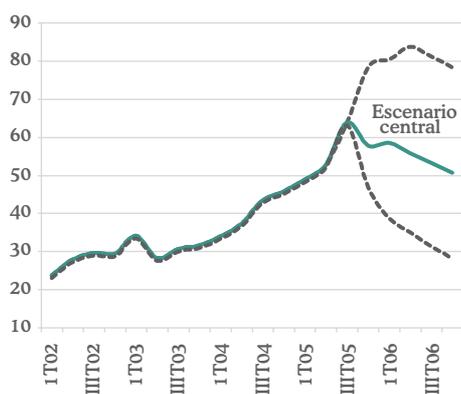
## Incremento de la oferta y la demanda en 2006



Fuente: BBVA

El seguimiento del comportamiento y reacción de la OPEP será clave, aunque ésta se encuentra atrapada en el dilema de saber si niveles sostenidos de precios de 60 dólares reales por barril podrían implicar una pérdida de participación en el medio plazo, similar a la ocurrida con la expansión generada en el Mar del Norte. De esta manera, es probable que favorezca como precio objetivo de medio plazo una referencia algo más cerca de 40-45 dólares que de los niveles actuales.

## Escenarios de precio del petróleo (dólares por barril)



Fuente: BBVA

Una revisión más detallada por el lado de la demanda apunta a que, a pesar de contar con una baja elasticidad, la mejora de la eficiencia está permitiendo absorber los mayores requerimientos asociados al crecimiento y mejora del nivel de vida de países emergentes, sin crecimiento explosivos de la demanda pero sí sostenidos.

Dado que, por un lado, una mayor fortaleza de fundamentos de mercado que los contemplados por parte de los pesimistas, y, por otro, un mayor riesgo geopolítico que el contemplado por los optimistas, el escenario para 2006 es un intermedio entre ambas posturas, que se reflejaría en un precio medio de 54,6 dólares para el Brent, similar al registrado en 2005.

## Irán principal factor de riesgo

Los cambios estructurales que vendrían a acompañar una visión más bien optimista se enfrentan en el corto plazo con los elementos geopolíticos que efectivamente se están acentuando en el comienzo de año.

Superada la crisis del gas ruso, el mercado petrolero comienza a moverse por el recrudescimiento de la tensión entre Irán y Occidente derivada del enriquecimiento de uranio. Ante esta situación, Estados Unidos y los países de la tríada europea (Francia, Reino Unido y Alemania) elevaron el caso a la consideración del Consejo de Seguridad de la ONU, órgano encargado de establecer las condiciones y ultimátum a Irán para que revierta su decisión.

Esto activa el único factor que ya desde mediados del año pasado anticipábamos era el detonante del escenario de riesgo. En el corto plazo, ya este factor está incorporando entre 2 y 4 dólares de prima y será un elemento que dependerá de la evolución de los esfuerzos diplomáticos para subsanar el tema.

La posición del Departamento de Estado de los Estados Unidos es que las reservas de uranio de Irán son muy pequeñas para fines energéticos, y tiene poco sentido, ya que sólo atacar las pérdidas de gas asociado a los pozos garantizaría más del triple de energía equivalente que lo que se generaría con la energía nuclear. Pero en ese mismo sentido, afirman que para fines bélicos tienen reservas de uranio más que suficientes.

Una decisión de la ONU de establecer sanciones estaría más orientada a las inversiones extranjeras en Irán que a un embargo petrolero, ya que se interrumpiría la salida al mercado de unos 3,9 millones de barriles diarios.

Si se radicalizan las posiciones podríamos estar viendo un salto a niveles de 70 dólares en el precio del Brent. De consolidarse para el resto del año daría como resultado una media esperada de 88,7 dólares el barril, lo que representaría un alza del 62% con respecto al escenario base.

## Materias Primas

### Fluctuaciones en el cobre

Desde el mes de septiembre y hasta el mes de diciembre de 2005, el precio promedio del cobre se incrementó casi un 25%, confirmando su tendencia alcista. En este sentido, desde enero de 2004 el precio del metal rojo acumula un incremento de casi el 100%. Como ya se ha mencionado en publicaciones anteriores, la principal razón detrás de este aumento es China. El impacto del gigante asiático en los mercados de materias primas se ha dejado sentir con singular importancia en el precio del cobre. En particular, mientras que la demanda por este metal se ha reducido en la mayor parte de los mercados importantes como Estados Unidos (-9%) y Japón (-7%), en China se ha incrementado (10,5%).<sup>1</sup> Por otro lado, la Oficina de la Reserva Estatal de China (BRE)<sup>2</sup> se vio envuelta en una serie de rumores que aseguraban que se encontraban cortos de cobre. Cuando el mercado percibió que la cantidad necesaria para cubrir las operaciones realizadas por el BRE era superior al monto de los inventarios disponibles en las bolsas mundiales, el precio del cobre se vio nuevamente fortalecido.

Cabe entonces preguntarnos si durante 2006 se sostendrán las condiciones que prevalecieron durante el final de 2005. A este respecto, como se puede observar en nuestra tabla de previsiones, esperamos que el precio promedio del cobre sea significativamente menor que el registrado a final del año pasado (218 centavos de dólar por libra). La principal razón que sostiene nuestras proyecciones es que creemos que durante el presente año se producirá un exceso de producción sobre consumo del orden de las 600 mil toneladas, lo que permitiría reconstruir inventarios a niveles razonables.

Detrás de este incremento esperado en la oferta se encuentra el hecho de que algunos aumentos de producción, que se esperaban para 2005, se han atrasado o fueron compensados por caídas no anticipadas. Esta producción nueva debería aparecer en 2006, posiblemente en el primer semestre, y eso daría el respiro que se necesita para que caigan las primas de riesgo implícitas en los altos precios actuales.

Más aún, el relativo encarecimiento observado en las últimas semanas parece ser el resultado de factores coyunturales como la huelga de contratistas de la empresa chilena CODELCO. Dado que esto no parece haber tenido un impacto significativo en la oferta y asumiendo un pronto arreglo con la empresa, esperamos que el mercado reaccione y empuje el precio del cobre a la baja en las próximas semanas.

### El BBVA-MAP se mantiene al alza

Con respecto al índice BBVA-MAP<sup>3</sup>, no solamente el cobre provee el mantenimiento de niveles históricamente altos. Después de reducciones en octubre y noviembre, el precio del petróleo se incrementó nuevamente durante el mes de diciembre para alcanzar los 57 dólares en promedio. Más

aún, el oro cerró el año con un incremento de casi el 20% durante el segundo semestre de 2005. Esto implica que el índice promedio durante el pasado año se incrementó un 27,5%, casi el mismo aumento que en 2004.

En lo que respecta al índice sin petróleo, los incrementos en el precio del café, sumados a los aumentos percibidos en metales y otros productos, hicieron que el descenso en algunos bienes agrícolas como la soja tuvieran un efecto mínimo. Por ejemplo, el aluminio, tomando ventaja del empuje chino, la reactivación de empresas constructoras y aeronáuticas, ha visto incrementado su precio casi un 30% durante la segunda mitad del año. Asimismo, los precios del azúcar mantuvieron la tendencia alcista presentada durante principios del segundo semestre y terminaron el año en niveles nominales no observados desde 1995.

Por otro lado, el impacto en América Latina de este incremento en materias primas es visible principalmente en aquellos países que son productores de petróleo. Así, aunque todos los países, con excepción de Brasil, observaron una mejora, Colombia, México y Venezuela fueron los más beneficiados.

### En 2006 correcciones moderadas

Con excepción del cobre, prevemos que los precios de las materias primas más importantes para la región, sostengan su promedio del año en niveles similares a los observados durante 2005. Dado que estos representan niveles históricamente altos, la región debe seguir disfrutando de un escenario favorable durante 2006.

### Índice BBVA-MAP de Materias Primas

(cambio porcentual promedio del año)

|              | 2004   | 2005   | 2006    |
|--------------|--------|--------|---------|
| BBVA-MAP     | 25,26% | 27,53% | -0,03%  |
| SIN PETRÓLEO | 19,13% | 14,49% | -3,92%  |
| COMPONENTES  |        |        |         |
| Metales      | 37,93% | 20,40% | -8,61%  |
| Agrícolas    | 9,96%  | 15,77% | -0,46%  |
| Energía      | 29,92% | 37,08% | -3,73%  |
| PAÍSES       |        |        |         |
| Argentina    | 12,42% | 4,15%  | 0,01%   |
| Brasil       | 2,53%  | -0,35% | 2,44%   |
| Chile        | 28,76% | 11,08% | -14,30% |
| Colombia     | 17,38% | 29,09% | -1,05%  |
| México       | 16,84% | 26,66% | -2,40%  |
| Perú         | 16,03% | 10,33% | -1,24%  |
| Venezuela    | 28,68% | 37,48% | -0,70%  |

### Precios de Materias Primas

|                          | Promedio del año |       |       |       |
|--------------------------|------------------|-------|-------|-------|
|                          | 2003             | 2004  | 2005  | 2006p |
| Café (US\$ / lb)         | 65,0             | 85,1  | 115,7 | 112,8 |
| Cobre (US\$ / ton)       | 81,0             | 126,0 | 166,0 | 129,0 |
| Oro (US\$ / onza)        | 364,0            | 409,8 | 445,0 | 515,0 |
| Petróleo (US\$ / barril) | 29,6             | 38,6  | 54,7  | 53,7  |
| Soja (US\$ / ton.)       | 238,0            | 278,0 | 235,0 | 242,0 |

p/ previsión

Miguel Cardoso Lecourtois  
miguel.cardoso@grupobbva.com

<sup>1</sup> Los cambios representan incrementos porcentuales en agosto con respecto al mismo mes del año anterior.

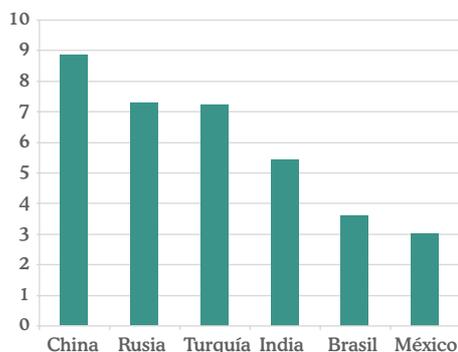
<sup>2</sup> Organismo cuyo objetivo es la administración de materias primas para asegurar el abastecimiento de la industria local.

<sup>3</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.

Servicios de Estudios BBVA, Madrid  
Miguel Cardoso Lecourtois miguel.cardoso@grupobbva.com  
David Martínez Turégano dmartinez@grupobbva.com

## PIB per cápita en 2004

(variación % real anual)



Fuente: IIF

|         | Déficit Público<br>(Porcentaje del PIB) |      | Inflación<br>(Variación % Anual) |      |
|---------|---|------|----------------------------------|------|
|         | Período de alto<br>déficit*             | 2004 | Período de alta<br>inflación*    | 2004 |
| Brasil  | 12,1                                    | 1,5  | 1470,3                           | 6,3  |
| Rusia   | 8,0                                     | -4,1 | 461,1                            | 11,0 |
| México  | 12,2                                    | 1,4  | 110,1                            | 4,7  |
| Turquía | 7,3                                     | 4,4  | 86,8                             | 10,6 |
| China   | 1,6                                     | 2,5  | 18,6                             | 3,9  |
| India   | 5,4                                     | 4,3  | 9,7                              | 6,5  |

\*/ Para México el periodo de alta inflación y déficit se corresponde con los años 1986-88, mientras que para los demás países es 1993-95.  
Fuente: BBVA a partir de cuentas nacionales

## Apertura comercial

(porcentaje del PIB)



Fuente: IIF

## III. Bajo la lupa

### Los nuevos países emergentes

En los distintos momentos de la historia siempre ha habido países que han liderado el crecimiento económico global. Si nos centramos en el período posterior a la segunda Guerra Mundial, es posible identificar tres etapas diferenciadas. En las décadas de los cincuenta y sesenta el protagonismo le correspondió a Japón y las economías del sur de Europa, cuyo relevo hasta principios de los noventa lo tomaron los países del sudeste asiático. Y desde mediados de los noventa el mayor dinamismo se ha registrado en el este de Europa, Rusia, China e India. Estos últimos tres países conforman con Turquía, Brasil y México una nueva clase de emergentes.

Los nuevos emergentes presentan, dentro de sus naturales y marcadas diferencias, ciertas similitudes. Cuentan con niveles de población elevados, desde los 70 millones en Turquía hasta los más de 1.300 en China, abarcando el 45% de los habitantes de la Tierra con cerca de 3.000 millones de personas. En términos de superficie, cuatro de ellos están entre los siete más extensos del planeta, y todos suman casi un tercio del total mundial. Desde el punto de vista económico, sin embargo, su peso es todavía modesto, ya que el PIB conjunto de las seis naciones no alcanzaba en 2004 el 10%, frente a cerca del 60% que sumaban Estados Unidos y el Área Euro.

### Los pilares del crecimiento

Las recetas para el desarrollo se han demostrado variadas y han presentado serias incompatibilidades en la aplicación sobre diferentes pacientes. Sin embargo, es posible establecer líneas comunes de referencia, como la estabilidad macroeconómica, una mayor apertura comercial, la mejora de la competitividad, los procesos de desregulación, y la racionalización y mayor eficiencia de las finanzas públicas. En este apartado exponemos las iniciativas y desarrollos recientes y más significativos en las nuevas economías emergentes.

Existe un consenso generalizado acerca de la necesidad de contar con **estabilidad macroeconómica** para sostener niveles significativos de crecimiento. Los nuevos países emergentes están experimentando en los últimos años progresos notables en la reducción del déficit presupuestario y en la moderación de los niveles de inflación. Esta evolución está siendo impulsada, según el caso, bien por la mejora en la calidad de las instituciones democráticas (Brasil, India y México), bien por un mayor grado de gobernabilidad y liderazgo (China y Rusia), o bien incluso por la suma de ambos factores (Turquía).

El incremento en los niveles de **apertura comercial** está jugado igualmente un papel impulsor del crecimiento de estas economías. Las estrategias son aquí también diferentes, con procesos y velocidades distintas entre países. En un lado, el modelo de "big bang" de China, México y Turquía, consistente en una liberalización fuerte y rápida, sacando provecho de sus claras ventajas en coste de mano de obra. Y en el otro lado el gradualismo de Brasil, India y Rusia, con un ritmo de apertura más pausado, de manera paralela al desarrollo en la industria doméstica.

Más similitudes encontramos en el apartado de **competitividad y mercado de trabajo**. Los nuevos emergentes cuentan con la ventaja de los altos niveles de productividad<sup>1</sup> y el bajo coste de su fuerza laboral. Ésta además, salvo en el caso de Rusia, tiene el respaldo de una población joven para seguir creciendo, fenómeno al que asistiremos con mayor intensidad en los próximos años, especialmente en India y Turquía.

<sup>1</sup> Siempre con relación a otros países, ya que dentro del grupo analizado hay lógicas diferencias. Por ejemplo, México estaría sufriendo los últimos años las virtudes chinas, dado que su estructura productiva entra en mayor competencia que con otras economías.

El proceso de **desregulación** en las seis economías consideradas no está avanzando al mismo ritmo y presenta problemas significativos en alguno de los países. La herencia de décadas pasadas ejerce una fuerza considerable y en dirección opuesta al esfuerzo que se realiza. La consecuencia es el mantenimiento de sistemas excesivamente burocráticos, como Brasil e India, y con elevados niveles de discrecionalidad jurídica, propensos a tener corrupción (los casos de Rusia o China). El resultado es el deterioro del clima de negocios.

En materia de **finanzas públicas**, al margen de la reducción del déficit presupuestario, se han producido avances significativos en otros frentes. Los procesos de privatización se han desarrollado con fuerte intensidad en algunos países. Por ejemplo, en China el sector público ha reducido la participación en el empleo y el valor añadido industrial en 30 puntos durante la última década. El sistema de pensiones ha experimentado destacadas revisiones en economías como Brasil, México o Turquía. En el caso brasileño, una nueva ley de previsión social para funcionarios ha conseguido reducir de forma notable el compromiso de gasto futuro del Estado. El sistema tributario también ha sido objeto de cambios en los últimos años, con experiencias exitosas como la de Rusia en la introducción del impuesto único sobre la renta, que ha duplicado su recaudación sobre el PIB desde 2000.

En definitiva, las nuevas economías emergentes han empujado su marcado crecimiento a través de la combinación de diferentes políticas, que aunque no coincidentes, sí ponen en común el alejamiento del inmovilismo.

## Riesgos

Los avances logrados hasta el momento en los nuevos países emergentes son relevantes, pero su vulnerabilidad ante diferentes *shocks*, tanto internos como externos, no ha desaparecido. Por esta razón entendemos conveniente revisar los distintos focos de riesgo que les afectan.

Dentro de los **riesgos externos**, en el ámbito financiero situamos la reducción de la liquidez internacional como un elemento clave de potencial inestabilidad. En las actuales condiciones, los países emergentes se están beneficiando de un mayor volumen y mejores condiciones de financiación.

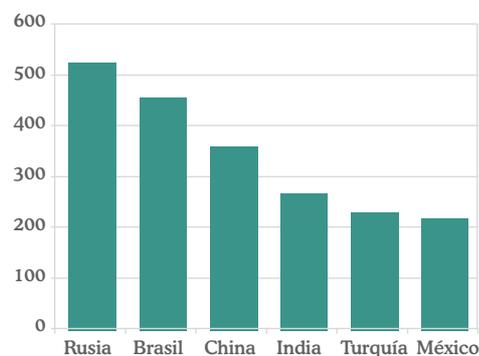
Sin embargo, y aunque la entrada de flujos podría frenarse o incluso dar paso a un movimiento de salida por el agotamiento del *carry-trade*, las economías consideradas presentan unas cuentas externas con mayor o menor fortaleza, apoyadas en un saldo corriente positivo y en la atracción de inversión extranjera directa. Incluso en el caso de Turquía, el peor situado en este sentido, el país cuenta con el respaldo del exitoso proceso de privatizaciones y el inicio de negociaciones para su incorporación a la Unión Europea.

Mayor impacto negativo que la mera interrupción de flujos de capital tendría un incremento sostenido de los tipos de interés derivado de la reducción de liquidez global. Especialmente en Brasil, India y Turquía, donde los niveles de endeudamiento público son más elevados. En el caso brasileño, a pesar de la notable reducción de los últimos años, todavía casi dos tercios de la deuda de las administraciones públicas está ligada a variables financieras (tipo de cambio o tasa de referencia). En estas circunstancias cobra especial relevancia el desarrollo de mercados locales para la emisión de instrumentos en moneda doméstica, menos sensibles a los mercados internacionales.

La variación brusca en los términos de intercambio también es un riesgo considerable para el crecimiento de los nuevos países emergentes. Este condicionante gana peso conforme la estructura productiva dependa en mayor medida de las materias primas, con precios más volátiles que otros productos. Con un 40% y un 60% de las exportaciones totales, Brasil y Rusia, respectivamente, son con dife-

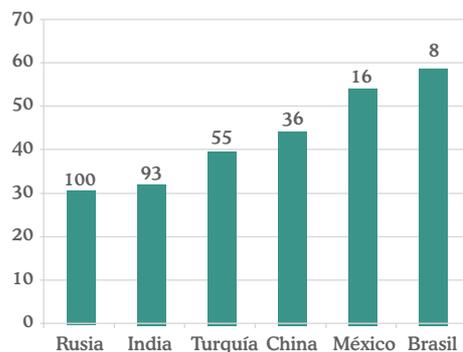
## Tramitación de licencias

(días)



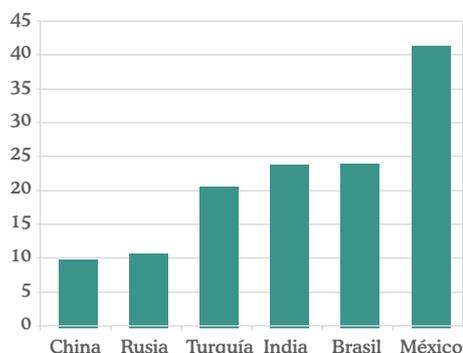
Fuente: Banco Mundial

### Indice de Gini\*



\* El número sobre la columna es la posición en el ranking mundial. Cuanto menor sea, mayor desigualdad.  
Fuente: Banco Mundial

### Indice de fortaleza financiera\* (2004)



\* 0 indica el mínimo valor mientras que 100 es el mayor valor posible. Construido de acuerdo a una escala numérica que se asigna al promedio ponderado de los rating por país.  
Fuente: Moody's

|                               | Participación en el PIB mundial (2004) | Participación en la población mundial (2004) |
|-------------------------------|--|--|
| Estados Unidos                | 35,7%                                  | 4,6%   |
| UEM                           | 22,9%                                  | 4,8%   |
| Resto de países desarrollados | 21,4%                                  | 6,3%   |
| China                         | 4,0%                                   | 20,4%  |
| India                         | 1,7%                                   | 17,0%  |
| México                        | 1,7%                                   | 1,6%   |
| Brasil                        | 1,5%                                   | 2,8%   |
| Rusia                         | 1,4%                                   | 2,3%   |
| Turquía                       | 0,7%                                   | 1,1%   |
| Total nuevos emergentes       | 11,0%                                  | 45,3%  |
| Resto del mundo               | 9,0%                                   | 38,9%  |

Fuente: BBVA a partir de Naciones Unidas

rencia los que mayor exposición a este riesgo presentan. La reversión de las buenas condiciones actuales en los mercados de materias primas afectaría negativamente al dinamismo de la economía y la atracción de flujos de capital.

Por último dentro de los riesgos externos, existe cierto temor a un incremento del proteccionismo hacia China, dado el rápido alcance que la exportación de sus productos está teniendo en todo el mundo. Un freno en los procesos de liberalización comercial podría condicionar de forma negativa la senda de crecimiento de los nuevos países emergentes, que, como vimos anteriormente, mantienen en diferente grado un proceso de apertura al exterior.

En la vertiente de **riesgos internos**, la incertidumbre política ocupa un lugar prioritario. Los altos niveles de desigualdad en la gran mayoría de economías consideradas, tanto personal como geográfica, podría desencadenar tensiones sociales que conduzcan a la pérdida de apoyo a las reformas necesarias. En este aspecto, Brasil y México son los países que muestran una posición de partida más desfavorable, aunque China es la economía que podría sufrir el mayor impacto de una situación de inestabilidad interna. Las regiones occidental e interior del país asiático, habitadas por cerca de 800 millones de personas, presentan un PIB por habitante del 36% con relación a la región costera, por lo que el efecto atracción de esta última puede ser enorme.

Existe una percepción generalizada de que el sistema financiero doméstico de los nuevos países emergentes es susceptible de ser reformado en mayor medida. Entre los principales problemas se encuentran la elevada participación del sector público y el alto grado de dolarización, que generan habitualmente pérdidas de eficiencia y un incremento en la vulnerabilidad a *shocks* financieros externos, respectivamente. Rusia es un ejemplo del primero de los problemas, ya que los dos principales bancos públicos, en un mercado altamente atomizado, suman el 35% de activos del sistema y cerca del 60% de los depósitos.

De forma resumida, y con el objeto de realizar una **caracterización** de las economías analizadas en este artículo, las agrupamos sobre la base de los riesgos externos e internos recién presentados. Los países más expuestos a una crisis de liquidez son India, Turquía y Brasil, siendo este último, junto a Rusia, el más vulnerable a un cambio de los términos de intercambio. China (y en menor medida India) recogería los efectos más negativos de una guerra comercial, además de ser, al lado de la economía rusa, el país con mayor riesgo financiero-bancario. México no estaría expuesto en grado máximo en ninguno de los aspectos analizados, pero sí presenta un nivel medio en riesgo político.

### Resumen y conclusiones

Nuevos países emergentes lideran hoy el crecimiento mundial. Sus considerables dimensiones geográficas y demográficas no se ven acompañadas todavía al 100% por su importancia económica, lo que deja en los próximos años un gran potencial de expansión. Para la realización de este escenario es necesario profundizar en la estabilidad macroeconómica (control de la inflación y del déficit público), la mayor apertura comercial, la desregulación de los mercados, el impulso de la competitividad y la reforma de las finanzas públicas.

La vulnerabilidad que en las últimas décadas han mostrado las economías emergentes ante diferentes *shocks* externos requiere medidas encaminadas a alcanzar los objetivos anteriores. Sin embargo, es probable que estos instrumentos no sean suficientes para solucionar otros problemas en el ámbito doméstico. Es necesario asentar el derecho de propiedad y la aplicación de la justicia, y sobre todo resulta imprescindible luchar contra la endémica pobreza y falta de equidad en la distribución del ingreso.

## IED en América Latina: presente y futuro

Desde finales de la década de los ochenta, los mercados emergentes han estado en un continuo, aunque con altibajos, proceso de liberalización. Este recorrido hacia la apertura ha provocado el ingreso neto de importantes flujos de capitales, con sus respectivos beneficios. Existe gran consenso entre los economistas acerca de que la principal razón para que se observaran estos cambios en el comportamiento de los inversores ha sido el proceso reformador emprendido tiempo atrás. Pero es tan importante remarcar las entradas netas de capital como la gran recomposición que los mismos han tenido.

En la década de los setenta, los préstamos bancarios representaban el 80% del total de flujos y el principal receptor era el sector público. En el período comprendido entre 1990 y 1995, los préstamos bancarios pasaron a representar menos del 36%, mientras que la Inversión Extranjera Directa (IED) y las Inversiones en Cartera (IC) representaban el 20% y el 44%, respectivamente, y el principal receptor paso a ser el sector privado. En el caso concreto de América latina, durante la década de los noventa, la mayor entrada de flujos de IED se debió principalmente a privatizaciones de empresas públicas y no a fusiones o adquisiciones de compañías privadas. Actualmente el proceso privatizador está prácticamente agotado, y surge entonces el interrogante de cuál será el papel que jugará América Latina en la captación de IED.

El consenso favorable que existe entre los economistas acerca de la IED, a la que algunos llaman el “buen colesterol”, dado que se le asocian efectos económicos positivos para las economías receptoras, pone de manifiesto la relevancia de la interrogante. La mayor recepción de IED produce mejoras en la gestión de las empresas y, por lo general, viene acompañado de avances tecnológicos, lo cual, unido a una mayor estabilidad de la financiación, redundará en beneficios económicos para el país receptor.

En este artículo nos centraremos en los flujos de IED hacia los países emergentes. Repasaremos cuales son sus principales determinantes y las diferencias entre las distintas economías. Por último, presentaremos un ejercicio centrado en la IED hacia América Latina y sus perspectivas para los próximos años.

### ¿Factores o estrategia determinante?

Históricamente se observaba que el destino de la IED se concentraba básicamente en Estados Unidos y Europa. En la actualidad, dicha concentración ha disminuido y se observa un creciente interés por ciertas regiones emergentes.

Asia y América Latina son las dos zonas que más flujos reciben de los inversores extranjeros. Asia tiene a China como su principal receptor, mientras que en América Latina lo son México y Brasil. Sólo China recibe flujos netos que duplican el volumen de América Latina. Esta región recibe actualmente en IED el 1,5% de su PIB, casi la mitad de lo que recibió en 2001. Asia por su parte, recibe en IED el 1,7% del PIB frente al 1,2% que recibió en 2001.

¿Por qué si el contexto internacional de los mercados ha sido tan favorable y benévolo durante los últimos años, las noticias para América Latina no parecen ser del todo positivas? ¿Se ha producido un cambio fundamental en los determinantes de la IED que perjudica a esta región al tiempo que beneficia a Asia?

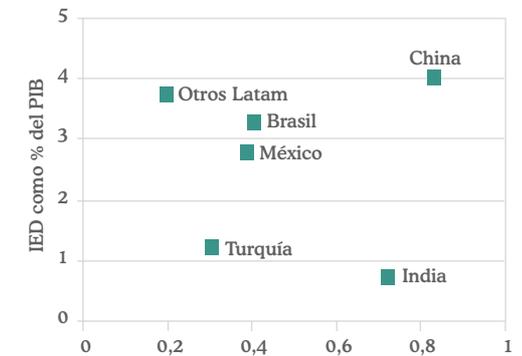
Entre los principales determinantes de la IED citados en la literatura están: el tamaño del mercado, el grado de apertura comercial, los costes laborales y el nivel de productividad, el riesgo político, el desarrollo de infraestructuras y la calidad institucional.

A primera vista, el tamaño del mercado para el conjunto de América Latina es atractivo, y continúa creciendo a una tasa moderada, aun-

Servicios de Estudios BBVA, Madrid  
 Sonsoles Castillo s.castillo@grupobbva.com  
 Eduardo Pedreira eduardo.pedreira@grupobbva.com

## IED en Asia y América Latina: volumen y modelo

(2001-04)

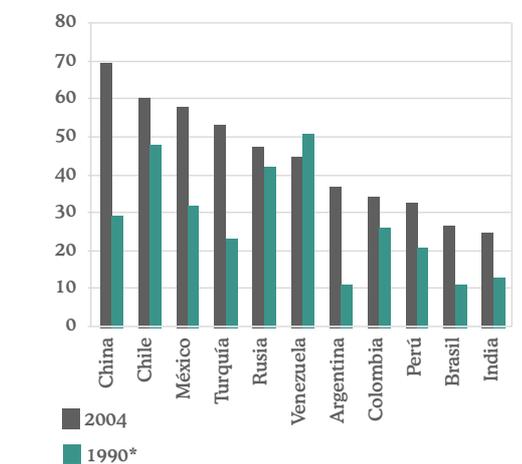


IED: Acceso a mercados → IED: Plataforma exportadora

Fuente: BBVA y fuentes nacionales

## Grado de apertura

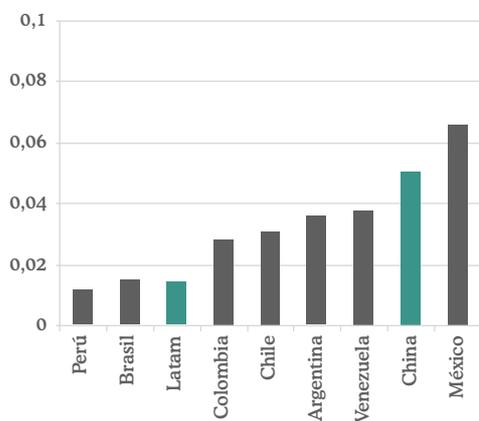
(en %)



Fuente: BBVA a partir de FMI y OMC; \*1994 para Rusia

## Kmts de autopistas y caminos

como % de la extensión de país en km<sup>2</sup>



Fuente: CIA

que sustancialmente por debajo del crecimiento de otras zonas geográficas como Asia. El grado de apertura comercial, por su parte, ha crecido año tras año desde 1990, y se sitúa en niveles máximos, pero también está lejos de los registros de la región asiática. Los altos niveles de productividad y bajos costes de su fuerza laboral, suponen un elemento de atracción para la inversión en América Latina. Con relación al riesgo político, éste ha disminuido, aunque ha habido episodios con cierto ruido, como los de Bolivia o Venezuela, que podrían dañar el entorno comercial y de inversiones. Desde el punto de vista político, 2006 será un año muy relevante al celebrarse elecciones en muchos países de la región. En cuanto a las infraestructuras latinoamericanas, aunque se está mejorando, el ritmo no es el deseable y queda todavía mucho camino por recorrer. El punto más débil de la región sigue siendo el lento ritmo de avance en cuanto a las reformas que mejoren la protección de los inversores y la transparencia contable y legal.

Junto a los determinantes mencionados, cabe mencionar al menos otros dos factores adicionales. El primero es el grado de receptividad de la IED y el modelo de implantación de las empresas que se instalan en el país receptor. He aquí en este último elemento una diferencia sustancial entre Asia y América Latina. Las empresas que invierten en Asia persiguen un modelo de plataforma exportadora basado fundamentalmente en el sector de manufacturas, mientras que las que invierten en América Latina persiguen el acceso a determinados sectores, principalmente servicios y recursos naturales.

De forma resumida, los determinantes de la IED hacia América Latina no parecen haber cambiado. Quizás en algún caso se pueda observar algo de volatilidad pero sin aparecer como relevante al punto de generar un desvío de la IED hacia otras zonas. Entonces, si los determinantes no han cambiado, ¿por qué América Latina no logra capturar una mayor parte de los flujos de IED dirigidos hacia los emergentes? El problema está justamente en el escaso cambio que han sufrido los determinantes descritos más arriba. Los inversores podrían estar diferenciando la región asiática de América Latina en base a la receptividad y las ventajas relativas que ofrece una región respecto de la otra a la hora de seguir una estrategia definida.

### ¿Cómo vemos la IED en América Latina?

Explicar los determinantes de la IED por países o regiones es ya de por sí un trabajo muy difícil, dado que es un flujo que, como hemos visto, depende no sólo de variables económicas o financieras, sino también de variables que resulta difícil aproximar, como el capital humano, la productividad o simplemente los riesgos políticos. A continuación haremos un sencillo ejercicio para ver qué factores pueden ayudarnos a explicar la IED en América Latina.

La variable objeto de análisis es la IED como porcentaje del PIB. Los datos empleados se corresponden con el período 1974-2004 y han sido obtenidos de fuentes propias y públicas. Como variables explicativas se tomaron: a) el crecimiento del mercado, medido por el crecimiento de la población y el propio crecimiento del PIB; b) el grado de apertura de la región, como la ratio de importaciones más exportaciones sobre PIB; c) los riesgos asociados a las libertades civiles y los derechos políticos, para lo que se usó el índice "Freedom House", que va de 1 a 7 (cuanto menor sea su valor menor será el riesgo).

Todas las variables son significativas y tienen el signo esperado. Así, podemos observar en la tabla adjunta que el crecimiento del PIB entra con signo positivo tal como se esperaba. La variable de apertura económica entra también con signo positivo, algo que podría estar indicando que la región atraería más IED si siguiera profundizando su integración comercial con el resto de las regiones y expandiendo sus mercados. La variable que aproxima el clima o riesgo político de la

## Índice de Confianza para la IED

| 2003 | 2004 | País            | Atractivo |
|------|------|-----------------|-----------|
| 1    | 1    | China           | 2,03      |
| 2    | 2    | EEUU            | 1,45      |
| 6    | 3    | India           | 1,40      |
| 7    | 4    | Rino Unido      | 1,25      |
| 5    | 5    | Alemania        | 1,17      |
| 11   | 6    | Francia         | 1,03      |
| 8    | 7    | Rusia           | 0,97      |
| 4    | 8    | Polonia         | 0,96      |
| 10   | 9    | España          | 0,96      |
| 13   | 10   | Republica Checa | 0,93      |
| 23   | 11   | Malasia         | 0,92      |
| 9    | 17   | Brasil          | 0,91      |
| 3    | 22   | México          | 0,80      |

Fuente: At Kearney

región entra con signo negativo, es decir que si la región logra mantener una situación civil y política estable, estará creando una plataforma más estable para que los inversores fijen sus metas en América latina. Por último, el crecimiento de la población aparece como una variable relevante, y no es extraño ya que con la misma se quiere aproximar el crecimiento del mercado.

Basados en nuestras estimaciones y en determinados supuestos de la evolución económica y social, nuestros resultados indican que, en los próximos años América Latina estaría experimentando un crecimiento moderado de los flujos de IED. De todas formas, cabe resaltar que ese crecimiento moderado se traduce en un flujo de inversiones significativo. El 2005 terminará con unos flujos de IED que rondarán los 60 mil millones de dólares. Para 2006 y 2007 esperamos ver flujos que alcancen los 74 y 88 mil millones, respectivamente.

### Los desafíos que debe enfrentar la región

América Latina sigue jugando un papel relevante en la recepción de IED, a pesar del enorme atractivo que tienen otras regiones emergentes. Sin embargo, parece estar calando cierta pérdida de interés entre los inversores internacionales, que como mínimo invitan a una reflexión. ¿Cuáles son las claves para reactivar estas entradas de capitales?

Todo indica que América Latina debe consolidar determinados pilares para incrementar los flujos de entrada de IED. Quizás el pilar más importante en el actual contexto latinoamericano sea el lograr un crecimiento fuerte y sostenido. La incertidumbre política es otro tema crucial, tanto a nivel individual como regional. En esta línea, sería muy importante que los diferentes países asimilaran finalmente la relevancia de desarrollar políticas de Estado que permitan ver un claro rumbo o modelo a seguir referente a la IED. Tan importante como lo anterior es impulsar tratados de comercio e inversión intra y extra regionales, ya que de esta forma no sólo se lograría un flujo continuo de capitales, sino que también se diversifica el origen de los mismos. En este sentido, el ALCA podría ser un paso, o los tratados de libre comercio con Estados Unidos (CAFTA, Perú o Colombia). Como ejemplos podemos observar los casos de México y la firma del NAFTA, o España y Portugal tras su incorporación a la Unión Europea.

Uno de los riesgos más importantes que se observa con inquietud en América Latina es el ligado a los discursos de nacionalización de los recursos naturales y empresas en sectores estratégicos. Esta situación podría ayudar a desviar flujos de IED a otras regiones.

### Conclusión

América Latina tiene la capacidad de impulsar un cambio sustancial en algunos factores para lograr atraer mayores flujos de IED. De nuestro ejercicio se desprende que los determinantes más relevantes son los asociados al crecimiento del producto y el grado de apertura de la región, los cuales mantienen diferencias relativas muy importantes con otras regiones como Asia. El impulso debe ser acompañado por una mayor transparencia de los marcos legales, mejoras en las infraestructuras y certidumbre política.

### Referencias

Hausmann, R. y Fernandez Arias, E., 2001. Foreign Direct Investment: Good Cholesterol?, BID Documentos de Trabajo.

Deutsche Bundesbank, 2003. The role of FDI in emerging market economies compared to other forms of financing: Past developments and implications for financial stability.

### Riesgo político y corrupción



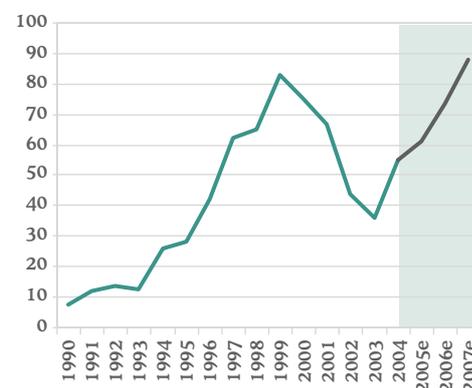
Fuente: Freedom House

### Flujos de IED hacia América Latina

| Variable                | Coficiente | Error              | t-est.  | Prob.   |
|-------------------------|------------|--------------------|---------|---------|
| Crecimiento PIB         | 0,001      | 0,0003             | 2,8902  | 0,0085  |
| Apertura                | 0,076      | 0,0418             | 1,8221  | 0,0821  |
| Riesgo Político y civil | -0,006     | 0,0036             | -1,8130 | 0,0835  |
| Crecimiento población   | 3,008      | 1,0121             | 2,9716  | 0,0070  |
| R <sup>2</sup>          | 0,351      | AIC                |         | -7,8600 |
| EER                     | 0,004      | Durbin-Watson est. |         | 2,4422  |
| Log likelihood          | 106        | SCR                |         | 0,0004  |

Fuente: BBVA

### América Latina: entradas de IED (miles de millones de \$)



Fuente: UNCTAD y proyecciones de BBVA

## Tipo de interés nominal y real



Fuente: BBVA en base a BCB

## Brasil: ¿hasta donde puede el Banco Central bajar los tipos de interés?. Tipo de interés estructural y coyuntura económica

En los últimos meses el Banco Central de Brasil (BCB) ha iniciado una fase expansiva en su política monetaria, reduciendo el tipo de interés de intervención en la economía (SELIC) desde el 19,5% al 18%, a un ritmo de 50 puntos básicos por mes. Repasando la evolución de este tipo de interés en Brasil durante los últimos años (desde la flexibilización del mercado cambiario) ésta es la cuarta vez que el BCB inicia una fase de bajadas de tipos.

Tradicionalmente, un aumento del riesgo-país brasileño, bien por un cambio en las condiciones financieras internacionales, bien por factores domésticos, generaba presiones depreciatorias sobre el tipo de cambio que finalizaban con subidas de los tipos de interés para evitar la constante pérdida de reservas, o mayores depreciaciones. Durante la crisis de 2002, la depreciación del real, el aumento de las expectativas de inflación, el incumplimiento del objetivo de inflación del BCB, y el crecimiento de la deuda pública obligaron al BCB a iniciar una fase de agresivas subidas del SELIC, llevándolo hasta el 26,5%, y provocando una recesión.

Tras la estabilización de las variables financieras, el BCB redujo de nuevo el SELIC hasta llevar los tipos de interés reales por debajo del 10% a principios de 2004. Sin embargo, esto provocó un repunte de las expectativas de inflación que, en su compromiso por cumplir con su objetivo de inflación, obligó al responsable de la política monetaria a una nueva subida de tipos, esta vez no relacionada con la evolución del riesgo-país.

Actualmente, la reducida aversión al riesgo en los mercados financieros internacionales mantiene el riesgo-país de los países emergentes en niveles mínimos. Al tiempo, tanto la inflación brasileña como sus expectativas se encuentran en niveles controlados, dentro de la meta de inflación propuesta por el BCB, lo que le ha llevado a tomar la decisión de iniciar un nuevo ciclo de bajadas de tipos. ¿Hasta dónde puede el BCB bajar los tipos de interés? ¿Puede el país mantener de manera sostenida en el tiempo tipos reales inferiores al 10%?

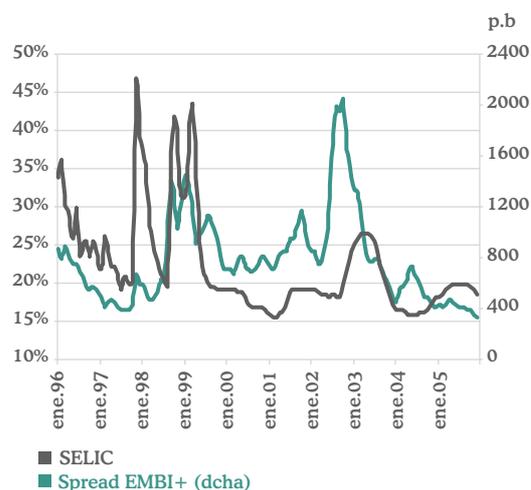
El nivel del tipo de interés real (y por ello también el nominal) es afectado por dos tipos de factores que es necesario distinguir: por un lado factores estructurales y por otro factores coyunturales o cíclicos. Entre los primeros se puede identificar el crecimiento potencial de la economía, definido como la capacidad de crecer usando todos los recursos (capital y trabajo) disponibles, o la percepción de riesgo estructural que se tiene de la economía, medida usando toda una serie de variables macroeconómicas fundamentales.

Por otro lado existen factores coyunturales que afectan al tipo de interés real de la economía. Estos a su vez pueden dividirse en internos, referidos al país en concreto, y externos o exógenos. Entre los primeros estaría la posición cíclica de la economía (diferencial de crecimiento con el potencial), las expectativas de inflación (desviación respecto de la meta), o factores políticos. Entre los externos destacarían los tipos de interés del resto del mundo (en especial de aquellos países que compiten con Brasil en la recepción de capitales), la aversión al riesgo internacional o los términos de intercambio.

### ¿Puede Brasil mantener tipos de interés reales estructuralmente más reducidos?

Los tipos de interés brasileños se han visto históricamente afectados por una serie de factores que los han mantenido en niveles estructuralmente elevados (entre los más altos del mundo). Entre las razones más citadas se encuentran el nivel y la composición de la deuda pública, indexada a variables financieras<sup>1</sup>, las reiteradas crisis financieras de liquidez internacional, la insuficiencia de ahorro doméstico y la desconfianza externa acerca de la conducción futura de las políticas económicas. También la

## Tipo de interés y riesgo/país



Fuente: BBVA en base a BCB y JP Morgan

<sup>1</sup> Favero, C. A. y F. Giavazzi, 2002, "Why Are Brazil's Interest Rates So High?", Working Paper n. 224, IGIER, Università Bocconi.

elección de regímenes cambiarios fijos o intervenidos, si bien ayudaban a contener en el corto plazo las expectativas de inflación, terminaban por contribuir no sólo a mantener elevado el nivel de tipos sino que además trasladaban a estos volatilidad. Estas variables, junto con una economía cerrada comercialmente y constantes déficit públicos sostenidos en el tiempo, han mantenido elevado el riesgo-país, obligando al país a endeudarse a tipos elevados e impidiendo a su vez la reducción de los tipos de interés reales<sup>2</sup>.

Una aproximación al posible tipo de interés real de equilibrio sería mediante la estimación de una curva de demanda agregada estructural. En *Calhman de Miranda y Kfoury Muinhos (2003)* encuentran que dicho tipo de interés resulta entre el 4,5% y el 5%. Los mismos resultados se obtienen al estudiar el estado estacionario de la economía desde un enfoque de equilibrio general<sup>3</sup>.

En los modelos de crecimiento de largo plazo que utilizan una función de producción del tipo Cobb-Douglas<sup>4</sup>, el nivel de los tipos de interés reales de la economía depende principalmente del crecimiento potencial de la misma. En ellos, la tasa de ahorro y la productividad total de los factores (PTF) son los determinantes últimos de dicho crecimiento. Usando la PTF y el crecimiento potencial estimados por Neut y Rodríguez con datos hasta 2003 y diferentes valores de la tasa de ahorro de equilibrio en el largo plazo (estado estacionario) los tipos reales de equilibrio oscilan entre el 6% y el 8%.

Sólo aquellos métodos que ponderan el pasado de manera importante encuentran tipos reales de largo plazo en un rango del 10-15%, lo cual es lógico si se tiene en cuenta que sólo en los últimos veinte años el país ha vivido cinco planes de estabilización para acabar con la inflación provocada por las recurrentes crisis, con tipos de interés nominales elevados y volátiles.

Actualmente, la economía brasileña ni es susceptible de volver a presentar crisis como las vividas en el pasado ni se encuentra cercana a su teórico estado estacionario. En todo caso, en la consecución de tipos de interés reales inferiores a los del pasado todos los trabajos anteriores coinciden en la asunción como condición necesaria, aunque no suficiente, de estabilización macroeconómica, con políticas consistentes en el tiempo que disminuyan la incertidumbre y el riesgo de cambios bruscos de paradigmas económicos. La reducción y el control de la inflación siempre se ha señalado como un objetivo en este sentido, al igual que políticas fiscales responsables que controlen el saldo del sector público, y con ello el endeudamiento del mismo.

Así, el establecimiento de metas de inflación como medida de política monetaria ha contribuido a la estabilización de los niveles de tipos de interés. También ha disminuido la incertidumbre y volatilidad acerca de su evolución gracias a la definición con antelación de una meta clara, el compromiso con su cumplimiento y la credibilidad generada por este régimen.

Uno de los cambios para hacer variar la percepción de riesgo estructural de esta economía consiste en la necesidad de un cambio en la composición de la deuda pública, demasiado expuesta a la evolución de variables financieras (tipo de cambio y SELIC). En este sentido la buena coyuntura internacional ha permitido que el país retome el endeudamiento a tipo fijo y aumente su indexación a la evolución de los precios, a la vez que reduce su exposición financiera, siendo actualmente la deuda pública externa residual. A la vez, se ha aprovechado para alargar los plazos de vencimiento.

Por otro lado, el sector externo presenta algunos cambios estructurales: se han eliminado barreras al comercio y creado ventajas fiscales para el sector exportador. Las exportaciones reales de la economía han pasado del 10% al 17% del PIB, y la apertura comercial llegará al 29% del PIB, aumentando el blindaje a potenciales crisis de liquidez internacionales.

## Volatilidad condicional SELIC

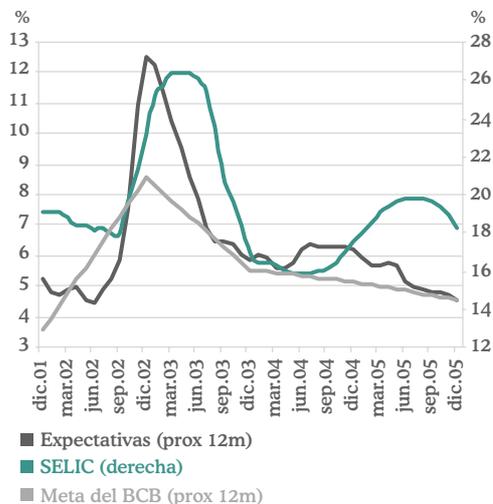
| Plan Collor                                   |        |
|---|--------|
| 1991 - 1994                                   | 1,9213 |
| Plan Real                                     |        |
| 1995 - 1998                                   | 0,2795 |
| Flexibilización cambiaria y meta de inflación |        |
| 1999 - 2005                                   | 0,0090 |
| Fuente: BBVA                                  |        |

<sup>2</sup> Garcia, M., 2003, "Brazil in the 21st Century: How to Escape the High Real Interest Trap?", *Working Paper n. 162*, SCID, Stanford University.

<sup>3</sup> Bugarin, M., R. Ellery Jr., V. Gomes Silva y M. Kfoury Muinhos, 2005, "Steady-State Analysis of an Open Economy GEM for Brazil", *Working Paper n. 92*, Banco Central do Brasil.

<sup>4</sup> Neut A. y J. Rodríguez, 2005, "Acerca del crecimiento sostenido en Brasil", *Latinwatch primer trimestre 2005*, pag. 10-12, BBVA.

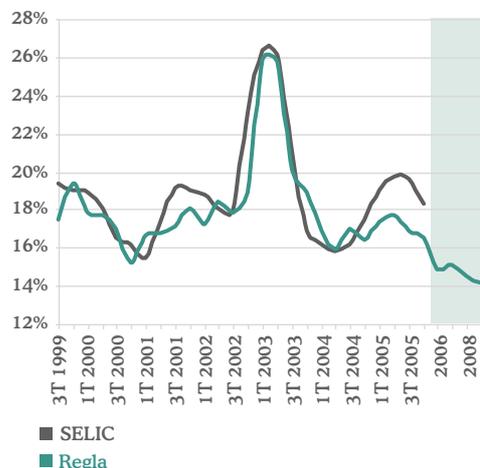
## SELIC, expectativas de inflación y meta del BCB



Fuente: BBVA en base a datos del BCB

## Determinación del SELIC mediante regla monetaria

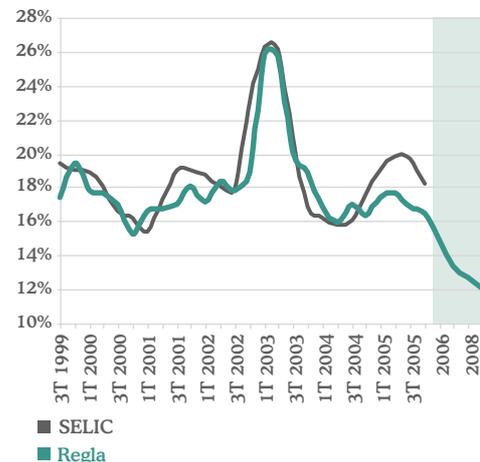
(tipo de interés real de equilibrio=8%)



Fuente: BBVA

## Determinación del SELIC mediante regla monetaria

(tipo de interés real de equilibrio=6%)



Fuente: BBVA

Todo en conjunto apunta hacia una reducción de los tipos de interés a los que el país estaba obligado a financiarse a largo plazo, que redundará en menores tipos de intervención de corto plazo. Sin embargo, además de profundizar en los cambios ya iniciados, son necesarias otras reformas, como la independencia del BCB, o el control del gasto público. Actualmente los déficits públicos son permanentes a pesar del elevado superávit primario, y las perspectivas futuras son de una ampliación del déficit del sistema de seguridad social dada la estructura poblacional. Es necesario también aumentar la profundidad de los mercados: el reducido número de instrumentos financieros, que impide la sustitución entre deuda de diferentes plazos, aumenta los costes de transacción e impide que un cambio de política monetaria (en el tipo de interés de corto plazo) se transmita a lo largo de la estructura temporal de tipos de interés hacia plazos superiores, y viceversa, que un cambio en el riesgo estructural y por tanto menores rendimientos en el largo plazo se transmitan a los rendimientos de plazos cortos.

Otros mecanismos de transmisión de la política monetaria (crédito escaso), ineficiencias en el sector financiero (márgenes muy elevados), mantienen todavía estructuralmente elevados los tipos de interés.

## En la coyuntura actual, ¿cuánto pueden bajar los tipos nominales?

Como se explicaba en el inicio, el BCB ha comenzado una fase de bajadas del SELIC en un contexto en el que los mercados resultan claramente favorables. Así, no existen presiones inflacionistas vía tipo de cambio.

Esta coyuntura ha ayudado a la consolidación en el descenso de las expectativas de inflación, que convergen a la meta de inflación propuesta, y que son la causa última de la bajada de tipos. Sin embargo, además, el crecimiento de la economía es inferior al inicialmente proyectado, por lo que no agrega presiones inflacionistas. Aunque es cierto que la utilización de la capacidad instalada ha aumentado, que se ha reducido la cifra de desempleo (luego se ha reducido el output gap), y que han aumentado los salarios reales, no existen presiones por el lado de la oferta agregada al existir aún recursos ociosos: hay capacidad instalada sin utilizar y el desempleo todavía se sitúa en el 9%. Con un crecimiento inferior al potencial, no existen evidencias de presión sobre los precios.

Sin embargo, existen factores que señalan en contra de futuras bajadas de tipos, como son los precios administrados por el Gobierno, que continúan creciendo a tasas elevadas, muy por encima de los precios libres y la inflación subyacente, que también es superior a la del índice IPCA.

Para la determinación del SELIC se ha supuesto que el BCB actúa en función de una sencilla regla de Taylor. Dicha regla está especificada de manera que en cada momento el BCB elige un SELIC que se aproxima al tipo de interés estructural de largo plazo del que se habla más arriba, corregido por factores coyunturales como la desviación del producto respecto a su potencial y la desviación de las expectativas de inflación para el siguiente periodo respecto al objetivo de inflación establecido por el BCB.

En un escenario benigno en el que se mantiene el actual comportamiento de los mercados financieros, para unos valores del tipo de interés real estructural de entre 6 y 8%, el BCB podría llevar el SELIC a lo largo de 2006 por debajo del 16%, pudiendo continuar reduciendo los tipos durante los tres o cuatro años siguientes hasta niveles cercanos al 12%, en el mejor de los casos.

## Referencias

Bugarin, M., R. Ellery Jr., V. Gomes Silva y M. Kfoury Muinhos, 2005, "Steady-State Analysis of an Open Economy GEM for Brazil", *Working Paper n. 92*, Banco Central do Brasil.

Calhman de Miranda, P. y M. Kfoury Muinhos, 2003, "A Taxa de Juros de Equilíbrio: Uma Abordagem Múltipla", *Working Paper n. 66*, Banco Central do Brasil.

Favero, C. A. y F. Giavazzi, 2002, "Why Are Brazil's Interest Rates So High?", *Working Paper n. 224*, IGIER, Università Bocconi.

García, M., 2003, "Brazil in the 21st Century: How to Escape the High Real Interest Trap?", *Working Paper n. 162*, SCID, Stanford University.

## Contexto Internacional

|        | PIB Real (%) |      |      |      | Inflación (% , promedio) |      |      |      |
|--------|--------------|------|------|------|--------------------------|------|------|------|
|        | 2003         | 2004 | 2005 | 2006 | 2003                     | 2004 | 2005 | 2006 |
| EE.UU. | 2,7          | 4,2  | 3,6  | 2,8  | 2,3                      | 2,7  | 3,4  | 2,8  |
| UEM    | 0,7          | 1,8  | 1,4  | 2,0  | 2,1                      | 2,1  | 2,2  | 2,0  |
| Japón  | 1,4          | 2,7  | 2,0  | 2,5  | -0,3                     | 0,0  | -0,2 | 0,2  |
| China  | 10,0         | 10,1 | 9,8  | 9,0  | 1,2                      | 3,9  | 1,8  | 2,5  |

|                  | Tasa oficial (% , fin de período) |        |        |        | Tipo de cambio (frente \$ , fin de período) |        |        |        |
|------------------|-----------------------------------|--------|--------|--------|---|--------|--------|--------|
|                  | 06/01/06                          | jun-06 | dic-06 | jun-07 | 06/01/06                                    | jun-06 | dic-06 | jun-07 |
| EE.UU.           | 4,25                              | 4,75   | 4,75   | 4,75   |   |        |        |        |
| UEM (\$/_)       | 2,25                              | 2,50   | 2,75   | 3,25   | 1,22  | 1,21   | 1,23   | 1,24   |
| Japón (yenes/\$) | 0,10                              | 0,10   | 0,10   | 0,50   | 114   | 117    | 115    | 110    |
| China (cny/\$)   | 5,58                              | 5,58   | 5,80   | 5,80   | 8,07  | 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  | 9,0  | 7,0  | 3,7                        | 6,1  | 12,3 | 12,0 |
| Brasil             | 0,5          | 4,9  | 2,7  | 3,4  | 9,3                        | 7,6  | 5,7  | 5,5  |
| Chile              | 3,7          | 6,1  | 5,9  | 5,6  | 1,1                        | 2,4  | 3,7  | 3,6  |
| Colombia           | 4,1          | 4,1  | 4,9  | 4,4  | 6,5                        | 5,5  | 5,2  | 4,5  |
| México             | 1,4          | 4,4  | 3,0  | 3,0  | 4,0                        | 5,2  | 3,3  | 3,6  |
| Perú               | 4,0          | 4,8  | 6,2  | 4,7  | 2,5                        | 3,5  | 1,5  | 2,5  |
| Venezuela          | -9,2         | 17,9 | 9,4  | 4,1  | 27,1                       | 19,2 | 14,4 | 15,3 |
| LATAM <sup>1</sup> | 1,7          | 5,9  | 4,4  | 4,1  | 7,1                        | 6,8  | 6,0  | 6,0  |
| LATAM Ex-México    | 1,8          | 6,5  | 5,0  | 4,4  | 8,3                        | 7,3  | 6,9  | 6,9  |

|                        | Saldo sector público (% PIB) |      |      |      | Saldo cuenta corriente (% PIB) |      |      |      |
|------------------------|------------------------------|------|------|------|--------------------------------|------|------|------|
|                        | 2003                         | 2004 | 2005 | 2006 | 2003                           | 2004 | 2005 | 2006 |
| Argentina <sup>2</sup> | 0,5                          | 2,6  | 1,7  | 1,9  | 5,9                            | 2,2  | 3,2  | 2,4  |
| Brasil                 | -3,6                         | -2,5 | -3,0 | -3,0 | 0,8                            | 1,9  | 2,0  | 1,3  |
| Chile <sup>2</sup>     | 0,0                          | 2,5  | 4,8  | 2,2  | -1,5                           | 1,5  | -0,4 | -1,6 |
| Colombia               | -2,7                         | -1,3 | -1,2 | -2,0 | -1,3                           | -1,0 | -0,1 | -1,1 |
| México                 | -0,6                         | -0,3 | -0,1 | 0,0  | -1,3                           | -1,1 | -1,1 | -1,3 |
| Perú                   | -1,7                         | -1,1 | -0,4 | -0,6 | -1,5                           | 0,0  | 1,0  | 0,4  |
| Venezuela <sup>2</sup> | -5,1                         | -1,9 | 1,6  | -2,3 | 10,3                           | 14,1 | 17,7 | 10,7 |
| LATAM <sup>1</sup>     | -1,9                         | -0,9 | -0,8 | -1,1 | 0,7                            | 1,2  | 1,9  | 0,8  |
| LATAM Ex-México        | -2,7                         | -1,2 | -1,1 | -1,7 | 2,2                            | 2,6  | 3,5  | 1,9  |

<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  | 3,01  | 3,15  | 3,7  | 3,1  | 5,0  | 8,0  |
| Brasil    | 2,89                                    | 2,72  | 2,28  | 2,65  | 16,5   | 17,8 | 18,0 | 15,5 |
| Chile     | 603                                     | 576   | 514   | 550   | 2,3  | 2,3  | 4,5  | 5,5  |
| Colombia  | 2865                                    | 2404  | 2279  | 2365  | 8,0  | 7,8  | 6,3  | 6,9  |
| México    | 11,24                                   | 11,15 | 10,63 | 11,30 | 6,0  | 8,7  | 8,8  | 7,0  |
| Perú      | 3,47                                    | 3,28  | 3,42  | 3,40  | 2,5  | 3,0  | 3,3  | 4,5  |
| Venezuela | 1600                                    | 1920  | 2150  | 2150  | 15,1   | 12,4 | 10,9 | 10,3 |

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

## Argentina

|  | 2004 | 2005p | 2006p |
|--|------|-------|-------|
| PIB (%)  | 9,0  | 9,0   | 7,0   |
| Inflación IPC (% , fin de año)                   | 6,1  | 12,3  | 12,0  |
| Balanza comercial (m.M. \$)                      | 12,1 | 11,7  | 10,4  |
| Cuenta corriente (% PIB)                         | 2,2  | 3,2   | 2,4   |
| Reservas (m.M. \$, fin de año)                   | 19,6 | 27,0  | 26,8  |
| Tipo de cambio (fin de año vs US\$)              | 2,99 | 3,01  | 3,15  |
| Saldo sector público (% PIB) <sup>1</sup>        | 2,6  | 1,7   | 1,9   |
| Tasa de interés (fin de año) <sup>2</sup>        | 3,1  | 5,0   | 8,0   |
| T. cambio efectivo real (fin de año, dic-97=100) | 50   | 52    | 56    |
| BBVA-MAP (fin de año, jun-95=100)                | 117  | 131   | 129   |

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

## Brasil

|  | 2004 | 2005p | 2006p |
|--|------|-------|-------|
| PIB (%)  | 4,9  | 2,7   | 3,4   |
| Inflación IPC (% , fin de año)                   | 7,6  | 5,7   | 5,5   |
| Balanza comercial (m.M. \$)                      | 33,7 | 44,8  | 32,0  |
| Cuenta corriente (% PIB)                         | 1,9  | 2,0   | 1,3   |
| Reservas (m.M. \$, fin de año)                   | 52,7 | 53,8  | 49,5  |
| Tipo de cambio (fin de año vs US\$)              | 2,72 | 2,28  | 2,65  |
| Saldo sector público (% PIB) <sup>1</sup>        | -2,5 | -3,0  | -3,0  |
| Tasa de interés (fin de año) <sup>2</sup>        | 17,8 | 18,0  | 15,5  |
| T. cambio efectivo real (fin de año, dic-97=100) | 65   | 81    | 71    |
| BBVA-MAP (fin de año, jun-95=100)                | 79   | 77    | 80    |

## Chile

|  | 2004 | 2005p | 2006p |
|--|------|-------|-------|
| PIB (%)  | 6,1  | 5,9   | 5,6   |
| Inflación IPC (% , fin de año)                   | 2,4  | 3,7   | 3,6   |
| Balanza comercial (m.M. \$)                      | 9,0  | 9,0   | 4,8   |
| Cuenta corriente (% PIB)                         | 1,5  | -0,4  | -1,6  |
| Reservas (m.M. \$, fin de año)                   | 16,0 | 16,0  | 16,0  |
| Tipo de cambio (fin de año vs US\$)              | 576  | 514   | 550   |
| Saldo sector público (% PIB) <sup>1</sup>        | 2,5  | 4,8   | 2,2   |
| Tasa de interés (fin de año) <sup>2</sup>        | 2,3  | 4,5   | 5,5   |
| T. cambio efectivo real (fin de año, dic-97=100) | 84   | 97    | 91    |
| BBVA-MAP (fin de año, jun-95=100)                | 89   | 72    | 70    |

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  | 4,9   | 4,4   |
| Inflación IPC (% , fin de año)                   | 5,5  | 5,2   | 4,5   |
| Balanza comercial (m.M. \$)                      | 1,4  | 2,8   | 0,2   |
| Cuenta corriente (% PIB)                         | -1,0 | -0,1  | -1,1  |
| Reservas (m.M. \$, fin de año)                   | 13,5 | 14,7  | 15,5  |
| Tipo de cambio (fin de año vs US\$)              | 2404 | 2279  | 2365  |
| Saldo sector público (% PIB) <sup>1</sup>        | -1,3 | -1,2  | -2,0  |
| Tasa de interés (fin de año) <sup>2</sup>        | 7,8  | 6,3   | 6,9   |
| T. cambio efectivo real (fin de año, dic-97=100) | 83   | 92    | 89    |
| BBVA-MAP (fin de año, jun-95=100)                | 128  | 151   | 143   |

## México

|  | 2004  | 2005p | 2006p |
|--|-------|-------|-------|
| PIB (%)  | 4,4   | 3,0   | 3,0   |
| Inflación IPC (% , fin de año)                   | 5,2   | 3,3   | 3,6   |
| 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 | 10,63 | 11,64 |
| Saldo sector público (% PIB) <sup>1</sup>        | -0,3  | -0,1  | 0,0   |
| Tasa de interés (fin de año) <sup>2</sup>        | 8,7   | 8,8   | 8,0   |
| T. cambio efectivo real (fin de año, dic-97=100) | 107   | 114   | 108   |
| BBVA-MAP (fin de año, jun-95=100)                | 158   | 193   | 176   |

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

## Perú

|  | 2004 | 2005p | 2006p |
|--|------|-------|-------|
| PIB (%)  | 4,8  | 6,2   | 4,7   |
| Inflación IPC (% , fin de año)                   | 3,5  | 1,5   | 2,5   |
| Balanza comercial (m.M. \$)                      | 2,8  | 4,5   | 3,7   |
| Cuenta corriente (% PIB)                         | 0,0  | 1,0   | 0,4   |
| Reservas (m.M. \$, fin de año)                   | 12,6 | 14,5  | 15,0  |
| Tipo de cambio (fin de año vs US\$)              | 3,28 | 3,42  | 3,40  |
| Saldo sector público (% PIB) <sup>1</sup>        | -1,1 | -0,4  | -0,6  |
| Tasa de interés (fin de año) <sup>2</sup>        | 3,0  | 3,3   | 4,5   |
| T. cambio efectivo real (fin de año, dic-97=100) | 90   | 87    | 87    |
| BBVA-MAP (fin de año, jun-95=100)                | 99   | 113   | 95    |

## Uruguay

|  | 2003  | 2004  | 2005p |
|--|-------|-------|-------|
| PIB (%)  | 2,2   | 12,3  | 6,2   |
| Inflación IPC (% , fin de año)                   | 10,2  | 7,6   | 4,9   |
| 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) <sup>3</sup>      | 1,9   | 2,3   | 3,1   |
| Tipo de cambio (fin de año vs US\$)              | 29,19 | 26,56 | 23,51 |
| 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    | 88    |
| BBVA-MAP (fin de año, jun-95=100)                | 86    | 89    | 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 | 9,4   | 4,1   |
| Inflación IPC (% , fin de año)                   | 19,2 | 14,4  | 15,3  |
| Balanza comercial (m.M. \$)                      | 21,4 | 30,4  | 23,8  |
| Cuenta corriente (% PIB)                         | 14,1 | 17,7  | 10,7  |
| Reservas (m.M. \$, fin de año)                   | 24,1 | 29,6  | 24,8  |
| Tipo de cambio (fin de año vs US\$)              | 1920 | 2150  | 2150  |
| Saldo sector público (% PIB) <sup>1</sup>        | -1,9 | 1,6   | -2,3  |
| Tasa de interés (fin de año) <sup>2</sup>        | 12,4 | 10,9  | 10,3  |
| T. cambio efectivo real (fin de año, dic-97=100) | 91   | 90    | 102   |
| BBVA-MAP (fin de año, jun-95=100)                | 208  | 286   | 255   |

# 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 | Cientes Tesorería             | Bogotá, Octubre 2005   |
| Perspectivas Económicas 2005 - 2006   | Fogafín                       | Bogotá, Octubre 2005   |
| Coyuntura y Perspectivas Macro        | Fitch                         | Bogotá, Octubre 2005   |
| Entorno Macroeconómico                | Cientes Fiduciaria            | Bogotá, Noviembre 2005 |
| Coyuntura Macroeconómica y Financiera | Cientes Banca de Inversión    | Bogotá, Diciembre 2005 |
| Panorama Económico Colombiano         | Relaciones con Inversionistas | Bogotá, Diciembre 2005 |
| Perspectivas Económicas 2006          | Foro Corfivalle               | Bogotá, Diciembre 2005 |
| Perspectivas Económicas 2006          | Medios de Comunicación        | Bogotá, Diciembre 2005 |

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

| Título   | Institución- Cliente                                    | Lugar y fecha                |
|--|---|------------------------------|
| Panorama Macroeconómico de Argentina           | Renault Argentina                                       | Buenos Aires, Octubre 2005   |
| Panorama Macroeconómico de Argentina           | Schlumberger  | Buenos Aires, Octubre 2005   |
| Panorama Macroeconómico de Argentina           | Expotrade - Centro de Exposiciones La Rural             | Buenos Aires, Octubre 2005   |
| Tipo de Cambio Real en Argentina               | Seminario Instituto Nacional de Tecnología Agropecuaria | Buenos Aires, Noviembre 2005 |
| Panorama Macroeconómico de Argentina           | Lanxess   | Buenos Aires, Noviembre 2005 |
| Panorama Macroeconómico de Argentina 2005-2006 | CTI Argentina   | Buenos Aires, Diciembre 2005 |
| Panorama Macroeconómico de Argentina           | Cientes Institucionales de Fondos Común de Inversión    | Buenos Aires, Diciembre 2005 |

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

| Título  | Institución- Cliente                               | Lugar y fecha              |
|---|--|----------------------------|
| Perspectivas Macroeconómicas 2005-2007  | Banca Mayorista Global                             | Caracas, Octubre 05        |
| Perspectivas Mercado Petrolero  | Cámara Venezolano Española de Industria y Comercio | Caracas, Octubre 05        |
| Perspectivas Macroeconómicas 2005-2007 y su impacto en el Estado Zulia        | Reunión de Clientes                                | Maracaibo, Octubre 05      |
| Perspectivas Macroeconómicas 2005-2007  | Banca de Empresas                                  | Caracas, Noviembre 05      |
| Perspectivas Económicas 2005-2006 y su Impacto en la Región Centro-Occidental | Reunión de Clientes                                | Barquisimeto, Noviembre 05 |

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

| Título                    | Institución- Cliente | Lugar y fecha        |
|---------------------------|----------------------|----------------------|
| Perú: Escenario Económico | Cajamarquilla        | Lima, Noviembre 2005 |
| Situación Económica       | PRAXAIR              | Lima, Noviembre 2005 |
| Perú: Escenario Económico | Directores BBVA      | Lima, Diciembre 2005 |
| Perú: Escenario Económico | CAFAE                | Lima, Diciembre 2005 |
| Perú: Escenario Económico | Edelnor              | Lima, Diciembre 2005 |

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

| Título   | Institución- Cliente                            | Lugar y fecha                     |
|--|---|-----------------------------------|
| Integración Comercial en América Latina                        | Cumbre Iberoamericana                           | Salamanca, Octubre 2005           |
| Brazil: Challenges Ahead                                       | Cientes BBVA                                    | París, Octubre 2005               |
| Financial Markets in Emerging Countries: Does Politics Matter? | IIF   | Frankfurt, Octubre 2005           |
| ¿Una Nueva Agenda o un Nuevo Paradigma para el Desarrollo?     | Cumbre Iberoamericana                           | Salamanca, Octubre 2005           |
| Economic Outlook for Latin America                             | Cientes BBVA                                    | Nueva York, Octubre 2005          |
| Entorno Económico Mundial                                      | Congreso Venezolano de Ejecutivos de Finanzas   | Caracas, Octubre 2005             |
| FDI: Competing Destinations (LAC, Asia, Eastern Europe)        | Banco de España                                 | Madrid, Octubre 2005              |
| Perspectivas Económicas entre China y América Latina           | Cientes BBVA                                    | Santiago de Chile, Noviembre 2005 |
| Sector Eléctrico Español: Balance Regulatorio                  | Congreso Iberoamericano de Regulación Económica | Santiago de Chile, Noviembre 2005 |

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

| Título  | Institución- Cliente                       | Lugar y fecha                     |
|---|--|-----------------------------------|
| Escenario Económico y Financiero de México            | Cientes Corporativos y Gobierno            | México, D.F., Oct.-Dic. 2005      |
| Escenario Político                                    | Inversionistas Institucionales Extranjeros | México, D.F., Oct.-Dic. 2005      |
| Escenario Económico y Financiero de México: 2005-2008 | Jornadas Planeación Areas de Negocio       | México, D.F., Octubre 2005        |
| La Economía Mexicana ante el Proceso Electoral 2006   | Banca Patrimonial y Privadas               | N.L./S.L.P./Jalisco, Octubre 2005 |
| Ante el Reto de Rlevar el Crecimiento de la Economía  | Presidentes Consejos Regionales            | México D.F., Octubre 2005         |
| Mercado Hipotecario en México                         | Foro Universitario IMEF                    | Puebla, Octubre 2005              |
| Potencial de la Vivienda en México                    | Cientes Banca Privada                      | México D.F., Noviembre 2005       |
| México y sus Indicadores                              | Colegio de la Defensa Nacional             | México D.F., Noviembre 2005       |

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

| Título   | Institución- Cliente | Lugar y fecha                |
|--|----------------------|------------------------------|
| Escenario Económico y Financiero en Estados Unidos | COAP Puerto Rico     | México D.F., Octubre 2005    |
| Entorno Macroeconómico de Estados Unidos           | Comité de Tesorería  | México D.F., Octubre 2005    |
| Inflación y Política Monetaria de Estados Unidos   | Comité de Tesorería  | México D.F., Octubre 2005    |
| Escenario Económico y Financiero en Estados Unidos | COAP Puerto Rico     | México D.F., Noviembre 2005  |
| Perspectivas Económicas Estados Unidos             | BBVA USA             | Laredo, Noviembre 2005       |
| Política Monetaria en la Era de Bernanke           | BBVA Banco Francés   | Buenos Aires, Noviembre 2005 |

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

| Título   | Institución- Cliente        | Lugar y fecha                |
|--|-----------------------------|------------------------------|
| Chile y sus Perspectivas en Contexto Internacional 2005-06 | Cientes BBVA                | Puerto Varas, Octubre 2005   |
| Competitividad y Liderazgo en América Latina               | CEPAL                       | Santiago, Noviembre 2005     |
| Desafíos para Chile en Contexto Global 2005-06             | Cientes BBVA                | Punta Arenas, Noviembre 2005 |
| Desafíos para Chile en Contexto Global 2005-07             | Agentes Banca Personas BBVA | Santiago, Noviembre 2005     |
| Desafíos para Chile en Contexto Global 2005-08             | Agentes Banca Personas BBVA | Valparaíso, Diciembre 2005   |

**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:** Luis Carranza  
**Argentina:** Ernesto Gaba  
**Chile:** Joaquín Vial  
**Colombia:** Daniel Castellanos  
**Perú:** David Tuesta  
**Venezuela:** Giovanni di Placido

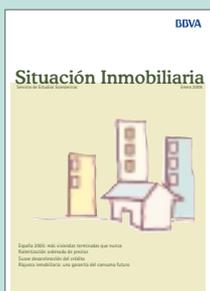
**Norteamérica:** Jorge Sicilia  
**Estados Unidos:** Nathaniel Karp  
**México:** Adolfo Albo

**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 s lo 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.